



L'épargne Salariale en France : une rémunération des salariés au service de la création de valeur actionnariale

Wilfried Pennetier

► To cite this version:

Wilfried Pennetier. L'épargne Salariale en France : une rémunération des salariés au service de la création de valeur actionnariale. Sciences de l'Homme et Société. Université Toulouse 1, 2009. Français. NNT : . tel-01101945

HAL Id: tel-01101945

<https://hal.science/tel-01101945>

Submitted on 10 Jan 2015

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



THÈSE

En vue de l'obtention du

DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE

Délivré par l'Université Toulouse I
Discipline ou spécialité : Sciences économiques

Présentée et soutenue par Wilfried PENNETIER

Le 14 janvier 2009

Directeur de recherche : Monsieur le Professeur François MORIN

Titre :

L'épargne salariale en France :
Une rémunération des salariés au service de la création de valeur
actionnariale

Jury

Monsieur Gabriel COLLETIS

Professeur de Sciences Economiques à l'Université des Sciences Sociales de Toulouse I

Monsieur Bernard FRIOT (Rapporteur)

Professeur de Sociologie à l'Université de Nanterre (Paris X)

Monsieur Jean-Christophe LE DUIGOU

Secrétaire de la CGT, membre du Bureau Confédéral, chargé des questions économiques et des retraites

Monsieur François MORIN

Professeur émérite de Sciences Economiques à l'Université des Sciences Sociales de Toulouse I

Monsieur Dominique PLIHON (rapporteur)

Professeur de Sciences Economiques à l'Université de Paris Nord (Paris XIII)

Ecole doctorale *Temps Espaces Sociétés et Cultures (TESC)*

Unité de recherche : *Laboratoire d'Etudes et Recherche sur l'Economie, les Politiques et les Systèmes sociaux (LEREPS)*

*L'université n'entend ni approuver, ni désapprouver
les opinions particulières émises dans les thèses, ces opinions
doivent être considérées comme propres à leurs auteurs*

L'épargne salariale en France :

Une rémunération des salariés au service de la création de valeur

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier chaleureusement Monsieur le Professeur François Morin, directeur de ce travail de recherche, pour ses précieux conseils, ses encouragements et sa patience durant toutes ces années de thèse.

Je remercie aussi les membres du jury, Messieurs les Professeurs Gabriel Colletis, Bernard Friot et Dominique Plihon, ainsi que M. Jean-Christophe Le Duigou, Secrétaire de la CGT, pour avoir accepté d'évaluer ce travail de recherche.

Je voudrai exprimer toute ma reconnaissance à Stéphanie Lavigne pour sa relecture soignée qui fut une aide indispensable à la finalisation de ce travail.

Toute ma gratitude va envers l'équipe du LEREPS qui m'a fourni les conditions matérielles et scientifiques pour mener à bien cette recherche. Si je ne peux saluer individuellement chacun de ses membres qu'il me soit permis d'adresser des remerciements appuyés à mes camarades doctorants avec lesquels j'ai eu le bonheur de partager les douleurs et les joies du doctorat : Zouhour Karray, Stéphanie Truquin, Virginie Escudié, Mihaëla Negoita, Marianne Sirmen, Sébastien Chantelot, Frédéric Mazaud (n'oublions jamais Temple/Lot !), Fouad Gannaz, Nicolas Soulié (grand maître des cérémonies et des pauses café), Tristan Auvray (son digne héritier), Stéphane Audras, Geoffroy Raduriau... et tant d'autres !

Une mention spéciale doit être faite à cet anonyme qui, 6000 avant JC, découvrit la recette de la bière, assurant ainsi la prospérité de tant d'abbayes, de Tonton, ainsi que le repos des âmes tourmentées de tous les thésards...

Je dois aussi saluer mes collègues de labeur de Sextant pour m'avoir supporté (dans les deux sens du terme...) durant les derniers mois de la thèse.

Il ne m'aurait sans doute pas été possible de mener ce travail à son terme sans le soutien de mes amis : les « gaillacois », Eric Delamote, Patrice Bernard, Arnaud Léonard, Jean-françois Fogliarino, Christophe Diez... et tous les autres : Jean-christophe Verdier, Yves Croguennec, Fabien Gounelle & Nathalie Duclos, Ann-Sarah Laroche, Pierre David Laroche & Anne Lecamp, Christophe Cremer & Imme Kruger, Brigitte Fournet, Mélissa Dujol, Nadia Albert, Géraldine Cazals, Adèle Martin, Geoffrey Oloba... et tous ceux que j'oublie ici mais auxquels je pense souvent : *you know who you are* !

Enfin, je tiens à témoigner toute mon affection à ma famille: ma mère, mon père, mes grands parents, Marie, Emmanuel, Gregory, Kevin...

Sommaire

INTRODUCTION GENERALE	8
PREMIERE PARTIE : L'EPARGNE SALARIALE UNE LOGIQUE DE REDISTRIBUTION ET UNE GESTION DES FLUX FAVORABLE A LA VALEUR ACTIONNARIALE	23
chapitre I -l' épargne salariale : une logique de redistribution plus que d'incitation.....	25
chapitre II - l'épargne salariale au service de la création de valeur pour l'actionnaire .	100
SECONDE PARTIE : LES FLUX D'EPARGNE SALARIALE MIS AU SERVICE DE LA CREATION DE VALEUR ACTIONNARIALE ET DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS.....	172
chapitre III -..les liquidités plutôt que le financement : les flux d'épargne salariale mis au service de la création de valeur pour l'actionnaire.....	175
chapitre IV - . Les fonds d'épargne salariale, instrument de contrôle du capital au service de l'enracinement des dirigeants	238
CONCLUSION GENERALE	317
BIBLIOGRAPHIE	323
ANNEXES.....	345
TABLE DES FIGURES.....	467
TABLE DES TABLEAUX	468
TABLE DES GRAPHIQUES.....	469
TABLE DES MATIERES	470

Introduction générale

En France, depuis la fin des années quatre-vingt-dix, l'épargne salariale fait l'objet d'une attention soutenue de la part des pouvoirs publics, mais aussi des chercheurs, des syndicats et des entreprises. Depuis 2001 (date du début de ce travail de recherche), pas moins de huit lois majeures ont été votées sur l'épargne salariale¹. Ces rémunérations ont connu un fort développement et sont devenues une composante importante de la politique salariale de la plupart des entreprises françaises : entre 1999 et 2006², le nombre de salariés couverts par un dispositif d'épargne salariale a progressé de +23 % (de 7 millions à 8,5 millions de personnes, soit 56,3 % des salariés du secteur marchand non agricole), tandis que les sommes distribuées au titre de l'épargne salariale augmentaient de +81 % (passant de 8,3 à 15 milliards d'euros). En 2006, les salariés bénéficiaires ont touché en moyenne 2 233 € par an au titre de l'intéressement, de la participation et/ou de l'abondement, ce qui représentait environ un mois de salaire³ et 7,5 % de la masse salariale des entreprises concernées.

Derrière le concept générique d'épargne salariale on retrouve plusieurs types de dispositifs, complémentaires et souvent imbriqués : les dispositifs de participation des salariés aux bénéfices (intéressement et participation aux résultats) ou au capital (plans d'actionnariat salarié) ainsi que les dispositifs d'épargne en entreprise (Plan d'Epargne Salariale, abondement de l'employeur, Fonds Communs de Placement en Entreprise – FCPE - et autres Sociétés d'Investissement en Capital Variable - SICAV). Tous ces dispositifs d'épargne salariale permettent à l'entreprise de distribuer à ses salariés une rémunération basée sur les performances économiques et financières.

¹ Loi sur l'épargne salariale du 21 février 2001 (créée le Plan d'Epargne Inter-entreprise- PEI ainsi que diverses mesures incitatives) ; Loi du 21 août 2003 sur la réforme des retraites (créée le Plan d'Epargne pour la Retraite Collectif – PERCO) ; Loi du 9 août 2004 de soutien à la consommation et à l'investissement (déblocage exceptionnel de la participation) ; Loi du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (prime exceptionnelle d'intéressement et déblocage exceptionnel de la participation) ; Loi du 19 décembre 2005 de financement de la sécurité sociale pour 2006 (Bonus exceptionnel « Villepin » de 1 000 €) ; Loi du 30 décembre 2006 pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié (instauration du supplément d'intéressement et de participation) ; Loi du 8 février 2008 pour le pouvoir d'achat (déblocage de la participation) ; Loi du 17 juin 2008 pour la modernisation de l'économie (incitations fiscales au développement de l'intéressement et fin du blocage obligatoire de la participation).

² Les chiffres donnés ici sont issus des publications de la DARES (Direction de l'Animation de la Recherche et des Etudes Statistiques de Ministère du travail).

³ En 2006, le salaire moyen mensuel d'un salarié à temps plein du secteur privé était de 2 583 € bruts et 1 941 € nets (BESSIERE S. et DEPIL S. (2008), « les salaires dans les entreprises en 2006 : une hausse modérée », *Insee première*, janvier, n° 1174, 4 p.).

Ces rémunérations sont donc à la fois **collectives** (tous les salariés de l'entreprise peuvent en bénéficier), **variables** (elles sont liées à l'atteinte de certains niveaux de performance) et **différées** (versées une fois les résultats réalisés, elles sont généralement indisponibles pendant un certain temps lorsqu'elles sont placées sur des plans d'épargne en entreprise).

Pourquoi les différents dispositifs d'épargne salariale se développent-ils au moment où la création de valeur pour l'actionnaire est érigée en principe fondamental de la gouvernance des entreprises ? En d'autres termes, quel(s) intérêt(s) les entreprises trouvent-elles dans le développement de ces rémunérations ? La réponse théorique standard est de considérer que ces rémunérations sont instaurées afin d'inciter (ou de « motiver ») les salariés à fournir l'implication maximale dans leur travail. Si nous ne rejetons pas cette hypothèse, nous considérons que l'épargne salariale s'est développée avant tout parce qu'elle est une forme de redistribution salariale « compatible » avec l'exigence de création de valeur pour l'actionnaire. Dans cette thèse nous montrerons que les entreprises développent l'épargne salariale, notamment, parce qu'elle présente un intérêt économique en termes de gestion des liquidités dans l'entreprise : en effet, en tant que rémunérations variables et différées, les dispositifs d'épargne salariale permettent de maximiser les flux de trésorerie potentiellement distribuables aux actionnaires et peuvent même constituer une source de financement avantageuse dans le cadre de l'actionnariat salarié. En plus de ces avantages financiers, l'épargne salariale, lorsqu'elle est investie en titres de l'entreprise peut permettre aux dirigeants de contrôler indirectement une partie du capital de leur entreprise et de limiter ainsi le risque de prise de contrôle hostile au service d'une stratégie d'enracinement. Dès lors, l'épargne salariale s'inscrit complètement dans la logique d'un capitalisme dominé par la finance où les intérêts des salariés sont dans une large mesure soumis au pouvoir des investisseurs et des dirigeants de grandes sociétés cotées.

Dans une large mesure, la plupart des théories économiques considèrent que l'intérêt d'instaurer une rémunération variable ou différée, répond à la volonté de limiter les risques et incertitudes propres à la relation salariale. En effet, l'échange salarial portant sur le travail présent et futur du salarié, le niveau d'*output* n'est jamais connu *ex ante* et demeure influençable par les individus ou les circonstances. De ce fait, il est impossible que le contrat de travail conclu initialement entre un employeur et le salarié puisse prévoir toutes les situations qui vont survenir au cours de

cette relation : le contrat de travail est donc incomplet¹. Cette incomplétude laisse ouverte la possibilité de nombreux comportements « opportunistes » de la part de l'employeur et surtout du salarié². L'aléa moral³ créé par cette situation peut ainsi amener les salariés à réduire leur effort et donc l'*output* de l'entreprise, ce qui peut même conduire à une situation de *hold-up*⁴ lorsque l'échange salarial porte sur des actifs spécifiques⁵. Pour limiter ces risques, un système de rémunération adéquat peut être instauré afin d'inciter le salarié à remplir ses obligations contractuelles vis à vis de l'employeur, soit, généralement, fournir un niveau de productivité maximum. Dans cette optique, les dispositifs d'épargne salariale pourraient permettre de rémunérer les salariés en fonction de l'atteinte d'objectifs (rémunération variable).

Les travaux de recherche divergent cependant sur l'efficacité de l'épargne salariale comme rémunération incitative en raison du caractère collectif de ces rémunérations. La plupart des théories postulant l'efficacité d'une entreprise dirigée par et pour ses actionnaires⁶ contestent l'efficacité des dispositifs de participation aux bénéfices ou au capital dans la lutte contre les comportements opportunistes. Ainsi, pour la Théorie des Droits de Propriété (TDP)⁷, le fait de devoir partager les bénéfices résiduels ou les droits de contrôle résiduels avec les salariés, n'incite plus l'employeur à exercer efficacement ses fonctions de contrôle et d'encadrement. Par ailleurs, les éventuels effets incitatifs d'une participation aux bénéfices s'amointrissent avec la taille de l'entreprise : plus il y a de salariés, plus l'*output* doit être partagé entre un grand nombre de

¹ REYNAUD B. (1988), « le contrat de travail dans le paradigme standard », *Revue française d'économie*, n° 4, vol. III, p 157 – 194

² C'est en effet cette seconde hypothèse qui est très largement privilégiée dans la littérature économique. Si l'opportunisme de l'employeur est admis, il est généralement supposé que celui-ci serait moins enclin à s'adonner à de telles pratiques, d'une part parce que sa réputation sur le marché du travail s'en trouverait ternie, et d'autre part, parce qu'il aurait un intérêt plus grand que le salarié à ce que la relation réussisse (dans la plupart des cas l'employeur est souvent assimilé au propriétaire de l'entreprise et à ce titre, il lui importe de protéger et de faire fructifier son investissement, d'autant plus qu'il en assume le risque inhérent).

³ HOLMSTROM B. (1979), "Moral hazard and inobservability", *The Bell journal of economics*, Vol 10, N°1, p 74-91

⁴ KLEIN B., CRAWFORD R.G. et ALCHIAN A. (1978), "integration, appropriable rents, and the competitive contracting process", *Journal of law and economics*, XXI (2), pp. 297-236. Et aussi, WILLIAMSON O. (1985) op.cit. Pour une application à la relation salariale : MALCOMSON J.M. (1997), "contracts, hold-up, and labor markets", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 4, pp. 1028-1029

⁵ par actif spécifique, on entend « les investissements durables entrepris pour des transactions particulières ... [qui ont] une valeur qui est par définition beaucoup plus faible dans d'autres emplois que dans l'usage particulier pour lequel ils ont été prévus » (WILLIAMSON O.E. (1985) *The economic institutions of capitalism*, Macmilan, p. 55).

⁶ REBERIOUX A. (2005), « les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale : une revue critique de la littérature », *Revue Economique*, vol. 56, n° 1, pp. 51-76.

⁷ ALCHIAN A. ET DEMSETZ H. (1972), "production, information costs, and economic organisation", *american economic review*, 62, december, pp. 777-795.

salariés et moins la rémunération individuelle devient incitative¹... encourageant alors à nouveau les salariés à se comporter en passagers clandestins². Quant à l'actionnariat des salariés, la Théorie de l'Agence (TDA)³ postule qu'il engendrera la prise de décisions sous-optimales : en effet, les droits de vote attachés aux actions détenues par les salariés vont leur permettre d'exercer une influence sur la gouvernance de la firme. Selon le postulat de leur plus grande aversion pour le risque (liée à la non diversification de leur portefeuille d'actifs) ainsi que de leur horizon temporel réduit (limité à la durée de leur emploi dans la firme) les salariés sont susceptibles de s'opposer à des décisions, pourtant nécessaires, mais qui leur apparaîtraient comme trop risquées ou comme engendrant des bénéfices à plus long terme. Le point commun de ces théories est de postuler l'efficacité de la firme capitaliste dirigée par et/ou pour ses seuls actionnaires. L'épargne salariale, lorsqu'elle remet en cause cette autorité ou cette hiérarchie ne peut qu'aboutir à des situations sous-optimales. Dès lors, mieux vaut s'en tenir à un système de rémunération fixe (ou l'employeur contrôle le travail des salariés⁴) éventuellement complété par une part variable individualisée⁵.

A l'opposé de ce point de vue pessimiste, certains auteurs considèrent que l'épargne salariale, précisément en ce qu'elle est une rémunération collective, peut constituer une incitation efficace à la coopération et à la productivité des salariés⁶. Ainsi, si on se place dans l'hypothèse d'une relation de long terme entre les salariés et l'entreprise, ceux-ci peuvent avoir intérêt à coopérer s'ils se partagent une partie des bénéfices⁷. Qui plus est, le fait de distribuer un surplus de rémunération aux salariés via la participation aux bénéfices peut les inciter à réduire certaines formes de collusions préjudiciables à l'entreprise (comme le freinage de la production)⁸. Surtout, sous un régime de participation aux bénéfices, la rémunération de chaque salarié dépendant de

¹ HOLMSTROM B. (1982), "moral hazard in team", *Bell Journal of Economics*, vol. 13, pp. 324-340.

² WILLIAMSON O. (1980), "The organization of work : a comparative institutional assessment", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, pp. 5-38.

³ JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1979), "Rights and production functions: an application to labor managed firms and codetermination", *Journal of business*, Vol. 52, n°4, pp. 469-506.

⁴ WILLIAMSON O.E. (1985), *The economic institutions of capitalism*, Macmillan, 450 p.

⁵ FAMA E.F. (1991), "Time, salary, and incentives payoffs in labor contracts", *Journal of Labor Economics*, Vol. 9, n° 1, pp. 25-44.

⁶ FITZROY F.R. et KRAFT K. (1986), "profitability and profit-sharing", *the journal of industrial economics*, Vol. 35, n° 2, pp. 113-130.

⁷ WEITZMAN M.L. et KRUSE D.L. (1993), "Profit sharing and productivity", In BLINDER A.S., *Paying for productivity a look at the evidence*, The Brookings Institution, pp. 95-141.

⁸ FITZROY F.R. et KRAFT K. (1987), "cooperation, productivity, and profit sharing", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, No. 1, pp. 23-35

l'output collectif, il peut se développer des formes de contrôle mutuel, où la « pression des pairs¹ » incite les salariés ne pas adopter des comportements opportunistes. Les dispositifs de participation aux bénéfices ou au capital, peuvent aussi constituer une réponse au risque de hold-up : ceux-ci peuvent en effet limiter le turn-over des salariés en leur fournissant une rémunération supérieure au marché² et favoriser ainsi l'investissement en capital humain³. Ces approches se distinguent des théories orthodoxes en ce qu'elles estiment que des formes d'organisation partenariales⁴ de la firme, non exclusivement centrées sur la seule valeur actionnariale, peuvent être efficaces. La promotion de la participation aux bénéfices ou au capital n'étant qu'un moyen d'associer plus étroitement les salariés à la marche de l'entreprise au nom de leur statut d'investisseurs en capital humain spécifique et plus largement en tant que partie prenante à l'entreprise.

Cependant quelles que soient leurs divergences, ces théories n'abordent l'épargne salariale que comme une incitation microéconomique. Une telle approche apparaît, sous bien des aspects, réductrice. En premier lieu, les dispositifs d'épargne salariale sont des dispositifs légaux⁵ créés et orientés par les pouvoirs publics. A ce titre, une analyse strictement micro économique ne permet pas de saisir les raisons et les enjeux du développement de l'épargne salariale. Par ailleurs, il est quelque peu surprenant que ces formes de rémunérations, que d'aucuns considèrent comme contraires à la valeur actionnariale, se développent au moment même où la valeur actionnariale s'impose comme un *leitmotiv*.

En fait, une analyse précise des dispositifs français d'épargne salariale montre que ceux-ci sont désormais essentiellement orientés vers une logique redistributive et non pas incitative : depuis 2001, de nombreuses mesures sont ainsi venues conforter l'épargne salariale comme un moyen

¹ KANDEL E. et LAZEAR E.P. (1992), "peer pressure and partnerships", *The Journal of political economy*, Vol. 100, N°4, pp. 801-817. Pour une revue se reporter à : MASCLET D. (2003), « l'analyse de l'influence de la pression des pairs dans les équipes de travail », *CIRANO - Série scientifique*, n° 35, 27 p.

² OYER P. (2004), "Why do firm use incentives that have no incentive effects ?", *The Journal of finance*, Vol. 59, n° 4, pp. 1619-1650.

³ BLAIR M. (1995), *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Brookings Institution, Washington D.C., 371 p. ; BLAIR M. et KOCHAN T. (2000), *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution, Washington D.C., 396 p.

⁴ CHARREAUX G. et DESBRIERES P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, n° 2, p. 58

⁵ DONNADIEU G. (1997), *du salaire à la rétribution : pour une nouvelle approche des rémunérations*, Editions Liaisons, 201 p.

de redistribuer du « pouvoir d'achat » (suppléments de participation et d'intéressement, débloques exceptionnels de la participation), de financer certains investissements (déblocages anticipés pour l'achat de la résidence principale) ou tenter de compenser la diminution des pensions retraites fournies par les régimes obligatoires (PERCO). Parallèlement, la logique financière de ces dispositifs s'est affirmée, les plans d'épargne salariale ayant de plus en plus tendance à s'éloigner du modèle canonique de l'actionnariat salarié pour adopter le fonctionnement des autres formes de placements financiers (déblocage anticipé, sécurisation et diversification des placements, développement des FCPE et SICAV gérées par des investisseurs institutionnels).

Cette logique redistributive de l'épargne salariale s'affirme au moment où la logique de création de valeur pour l'actionnaire s'impose au sein des entreprises. Le principe de création de valeur pour l'actionnaire impose à l'entreprise de maximiser les *cash flow* distribuables aux actionnaires¹. Du point de vue des investisseurs, pour que de la valeur soit créée, une simple amélioration de la profitabilité ou de la rentabilité de l'entreprise ne suffit pas ; il faut que celle-ci présente une rentabilité des capitaux investis supérieure aux coûts des différentes opportunités de placement sur le marché². Cette logique est ainsi cristallisée dans le modèle de l'EVA-MVA³ qui aboutit, non seulement, à fixer *ex ante* la rémunération des actionnaires⁴, mais aussi à considérer qu'il n'y a de création de valeur par l'entreprise que lorsque celle-ci dégagne une rentabilité supérieure à celle obtenue par la simple compensation du coût du capital⁵. Cette logique aboutit à fixer un objectif de rentabilité des capitaux propres (*Return On Equity*- ROE) de l'ordre de 15 %

¹ REBERIOUX A. (2005), op.cit.

² ALBOUY M. (1999), « théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 81-90.

³ Economic Value Added – Market Value Added. L'EVA va permettre de déterminer les flux de liquidités libres de toute affectation pouvant potentiellement être distribués aux actionnaires. L'EVA s'obtient par un calcul différentiel entre le flux de liquidité dégagé sur l'actif économique (le résultat opérationnel après impôts - NOPAT) et le flux de liquidités nécessaires à la rémunération des apporteurs de capitaux (capitaux engagés - CE - évalués au coût moyen pondéré du capital - CMPC).

$$EVA = NOPAT - (CE \times CMPC)$$

La MVA consiste à actualiser les EVA futures au CMPC. Afin de calculer le rendement anticipé d'un investissement.

⁴ LORDON F. (2000), *Fonds de pension pièges à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, éd. Raisons d'agir, pp. 56-57.

⁵ BAUDRU D. et MORIN F. (1999), « Gestion institutionnelle et crise financière : une gestion spéculative du risque », dans Conseil d'Analyse Economique, *Architecture financière internationale*, rapport n° 18, pp. 151-169.

pour les entreprises non financières¹. Pour être en mesure d'atteindre de tels niveaux de rentabilité, l'entreprise doit adopter des modèles de gestion entièrement centrés sur cet objectif². Les entreprises doivent mettre en œuvre une série de stratégies de réduction et de rationalisation des coûts qui peuvent prendre plusieurs formes³ : le recentrage sur les métiers de base, les fusions acquisitions, le *re-engineering* de la chaîne de valeur, la réduction des capitaux engagés. Bien entendu, les frais de personnel se trouvent au cœur de ce processus de réduction des coûts ce qui se traduit dans les entreprises par une modération salariale quand ce ne sont pas des licenciements ou des externalisations.

Dans ce cadre, l'épargne salariale apparaît comme un mode rémunération cohérent avec le régime de croissance patrimonial⁴ puisqu'elle permet de lier l'évolution de la rémunération des salariés à l'atteinte d'objectifs de création de valeur actionnariale. Ainsi, la raison du développement de l'épargne salariale est à rechercher dans l'amélioration de la rentabilité et des performances financières de l'entreprise. Les études statistiques consacrées à cette problématique, si elles doivent être interprétées avec précaution en raison de l'interdépendance entre performances financières et épargne salariale, vont plutôt dans le sens d'une relation positive : quand ils ne sont pas associés à une amélioration de la profitabilité⁵, de la rentabilité ou des performances financières de l'entreprise, les dispositifs d'épargne salariale joueraient au moins un rôle de stabilisation de la profitabilité⁶.

De ce point de vue, rémunérer les salariés sous forme d'épargne salariale (plutôt que via des augmentations de salaire) présente de nombreux avantages pour l'entreprise soumise à la contrainte de la création de valeur actionnariale. En France, les dispositifs d'épargne salariale

¹ ARTUS P. (2007), « jusqu'où la profitabilité et les cours boursiers peuvent monter ? », *Flash-marché*, Natixis, n° 2007-09, p. 8. Ce taux de ROE peut être plus ou moins élevé selon les secteurs : ainsi, le niveau de ROE exigible pour une entreprise financière s'établirait plutôt autour de 20%.

² HOARAU C. et TELLER R. (2002), *création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, 217 p. BRISSAUD L. et MENETRIER R. (2000), « la création de valeur pour l'actionnaire et ses effets sur la gestion des groupes français : l'exemple de l'*Economic value added* », dans JACOT H. et LE DUGOU J-C (dir.), *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial ?*, L'Harmattan, p. 87.

³ Selon la classification proposée par D. PLIHON (2002), *Rentabilité et risques dans le nouveau régime de croissance*, Rapport pour le Commissariat Général au Plan, Ed. la documentation française, p. 33-35.

⁴ AGLIETTA M. (1998), *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint Simon, n° 101, p. 14

⁵ KRAFT K. et UGARKOVIC M. (2005), « profit sharing and the financial performance of firms : Evidence from Germany », *Economics letters*, vol. 82, n°3, pp. 333-338.

⁶ Ce qui sous-entend un transfert de risques des investisseurs vers les salariés.

bénéficient en effet d'un statut fiscal et social très compétitif par rapport au salaire : les primes de participation et d'intéressement, de même que l'abondement de l'entreprise, ne sont assujettis qu'à la CSG et à la CRDS¹, ce qui aboutit à une baisse notable du coût du travail. Par ailleurs, l'épargne salariale, en tant que rémunération réversible permet de limiter l'accroissement de la masse salariale : alors qu'une augmentation de salaire va entraîner une hausse non réversible de la masse salariale (effet report), les primes d'épargne salariale ou l'abondement vont au contraire avoir un effet déport sur la masse salariale et, de ce fait, limiter son accroissement. Les entreprises ont donc tout intérêt à développer ces formes de rémunérations, y compris en lieu et place des augmentations de salaire².

Les avantages économiques et financiers de l'épargne salariale ne se limitent cependant pas à une flexibilisation de la masse salariale ou à une baisse relative du coût du travail. Selon nous, les dispositifs d'épargne salariale, en ce qu'ils sont des rémunérations différées, vont aussi avoir un impact favorable en termes de gestion des flux de trésorerie des entreprises. Or, le niveau des flux de trésorerie disponibles (*Free cash Flow*) est déterminant dans la création de valeur pour l'actionnaire³ puisque ce sont eux qui vont permettre de rémunérer les actionnaires via le paiement de dividendes, le rachat et l'annulation de titres, ou encore via des opérations de fusion acquisition⁴. En fait, l'épargne salariale peut potentiellement impacter favorablement la trésorerie des entreprises de deux manières : via une limitation du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) en privilégiant la distribution de primes de participation ou d'intéressement plutôt que les

¹ Soit 11 % de prélèvements au total, contre près de 60 % sur un salaire.

² COUTROT T. (1992), « l'intéressement vers une nouvelle convention salariale ? », *Travail et emploi*, n° 53, pp. 22-39. MABILE S. (1998), « intéressement et salaires : complémentarité ou substitution ? », *Economie et Statistique*, n° 316-317, pp. 45-58. GIRARD P. (1990), « la participation des salariés aux résultats de l'entreprise : une étude fondée sur la centrale des bilans (1982-1987) », *Economie et Prévision*, n° 92-93, pp. 171-176. ApROBERTS L., COLIN T., FRIOT B., PERNOT J-M. et VOLOVITCH P. (2000), *Retraite et épargne salariale : les initiatives d'entreprises*, Rapport financé par la MiRe et la CDC, convention n° 28/98, 140 p.

³ ROUSSELOT P. et VERDIE J-F. (1999), *La gestion de trésorerie*, Dunod, p. 31 ; JENSEN M.C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, n° 2, pp. 323-329.

⁴ COUDERC N. (2006), « La détention d'actifs liquides par les entreprises : quelles explications ? », *Revue Economique*, Vol. 57, n° 3, p. 485-496 ; FERREIRA M. et VILELA A. (2004), "why do firm hold cash ? Evidence from EMU countries", *European financial management*, Vol. 10, n° 2, pp. 295-319 ; MORRIS J. (1983), "the role of cash balances in firm valuation", *The journal of financial and quantitative analysis*, vol. 18, n° 4, pp. 533-545 ; MIKKELSON W. et PARTCH M. (2003), "Do persistent large cash reserves hinder performance ?", *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 38, n° 2, pp. 275-294.

augmentations de salaire, puis, via un accroissement du Fonds de Roulement (FR) lorsque l'actionnariat salarié permet d'accroître les fonds propres¹.

En effet, les primes de partage des profits ne sont effectivement versées aux salariés qu'une fois l'exercice clos, au plus tard le premier jour du quatrième mois suivant la date de clôture pour la participation aux résultats² et le dernier jour du septième mois pour l'intéressement³. Par rapport à un salaire qui doit être versé mensuellement, les primes d'intéressement et de participation présentent l'intérêt d'exiger des décaissements beaucoup moins fréquents. De ce fait, ces rémunérations présentent la particularité de ne pas dégrader le BFR de l'entreprise⁴ et contribuent ainsi à l'amélioration de la trésorerie de l'entreprise. Par ailleurs, lorsque les entreprises mettent en place un actionnariat salarié via des augmentations de capital réservées, celles-ci permettent d'accroître leurs fonds propres et peut entraîner une augmentation du FR favorable à la situation de trésorerie. Qui plus est, l'actionnariat salarié peut constituer une source de financement avantageuse pour l'entreprise puisqu'il bénéficie de nombreux avantages fiscaux et qu'il peut permettre de réduire le coût des fonds propres⁵. Les effets positifs sur le BFR et le FR peuvent même se cumuler lorsque, par exemple, les primes distribuées au titre de la participation et de l'intéressement servent à souscrire des actions de la société dans le cadre des opérations de capital réservées aux salariés. Les effets positifs sur la création de valeur actionnariale peuvent cependant être limités par la dilution de la richesse des actionnaires entraînée par la distribution de primes de partage du profit et par les augmentations de capital réservées aux salariés, ou encore par le risque que l'actionnariat salarié soit instrumentalisée afin de favoriser l'enracinement des dirigeants⁶.

¹ Fondamentalement, la situation de trésorerie d'une entreprise est déterminée par la différence entre le BFR (ressources nécessaires au fonctionnement de l'entreprise) et le FR (ressources disponibles).

² Art. D.3324-25 du code du travail (anc. Art. R. 442-10). Passé ce délai les entreprises doivent verser des intérêts de retard égal à 1,33 fois le taux moyen de rendement des obligations des sociétés privées publié par le ministre chargé de l'économie.

³ Art. L. 3314-9 du code du travail (anc. Art. L. 441-3).

⁴ VERNIER E. (2001), « le lien entre épargne salariale et performance financière de la firme », *Cahier de Recherche du CLAREE*, p. 6.

⁵ Que ce soit par la flexibilisation des frais de personnels ainsi obtenue qui va permettre de diminuer le risque d'exploitation associé à l'investissement dans l'entreprise (PILUSO N. (2006), *Chômage et marché financier*, Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université Paris X Nanterre, 274 p.) ou encore via la sécurisation des *free cash flow* (BARNEY J.B. (1990), "profit sharing bonuses and the cost of debt: Business finance and compensation policy in Japanese electronics firms", *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 7, n°1, pp49-64).

⁶ SCHLEIFER A. et VISHNY RW. (1989), "Management entrenchment: The case of management-specific investments", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, pp. 123-139. CHARREAUX G. (1996), « pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, Vol. 111, pp. 50-64.

Nous testons l'hypothèse d'un impact favorable de l'épargne salariale sur la trésorerie de l'entreprise, à partir de l'analyse statistique d'un échantillon d'entreprises industrielles françaises pour les années 2000 à 2002. Cet échantillon est issu du croisement de deux enquêtes statistiques nationales : l'enquête PIPA (Participation, intéressement, plan d'épargne et actionnariat) réalisée par la DARES¹, qui porte sur les pratiques d'épargne salariale des entreprises, et l'enquête de conjoncture sur la situation de trésorerie des entreprises réalisée par l'INSEE². Selon notre hypothèse, le différé de versement des primes d'épargne salariale devrait limiter l'accroissement du BFR, et même améliorer le niveau des fonds propres, lorsque ces primes sont investis en titres de l'entreprise.

L'analyse factorielle de ces données, montre une association statistique entre le versement de primes d'intéressement et/ou de participation et une situation de trésorerie favorable. En revanche, les entreprises de l'échantillon qui ne possèdent pas d'accord de participation ou d'intéressement, ou ne versent pas de primes sont plutôt associées à une situation de trésorerie difficile. Enfin, l'existence d'un actionnariat salarié semble n'avoir aucun effet sur la situation de trésorerie. Bien que d'autres facteurs interviennent dans la relation épargne salariale/situation de trésorerie (notamment les Résultats d'exploitation et la taille de l'entreprise), ces résultats permettent de supposer qu'il peut exister une relation entre épargne salariale et BFR, même si le sens de cette causalité est difficile à déterminer et nécessite des recherches plus poussées. En revanche, le fait que l'existence d'un actionnariat salarié ne soit pas associée à une situation de trésorerie particulière laisse supposer que celui-ci n'a pas d'impact sur le FR des firmes. Si l'actionnariat salarié ne contribue pas au financement net des entreprises, c'est que celles-ci, et en particulier les sociétés cotées, privilégient une gestion restrictive des capitaux propres dans le but de maximiser la richesse des actionnaires. Bien que les primes d'intéressement et de participation soient généralement placées dans des fonds commun de placement majoritairement investis en titres de l'entreprise via des opérations d'augmentation de capital réservées, leur impact est pratiquement annulé par les opérations de rachat et d'annulation d'actions.

¹ Direction de l'Animation de la Recherche et des Etudes Statistiques du Ministère de l'emploi.

² Institut National des Statistiques et des Etudes Economiques.

Au final, L'hypothèse de l'utilisation de l'épargne salariale par les entreprises comme une source de financement avantageuse n'est que partiellement validée. S'il apparaît que la distribution de primes d'intéressement ou de participation est associée à une situation de trésorerie favorable, en revanche l'actionnariat salarié ne contribue que marginalement au renforcement des fonds propres. Ces résultats sont cependant cohérents lorsqu'on les replace dans le contexte actuel de la valeur actionnariale. Pour atteindre les niveaux de rentabilité exigés par les investisseurs, les entreprises doivent à la fois limiter les coûts de production et avoir une gestion restrictive de leurs capitaux propres. L'épargne salariale peut les aider à agir sur ces deux leviers : la distribution de primes d'intéressement ou de participation ou d'actions aux salariés limite l'accroissement du BFR (contrairement à des augmentations de salaire), et s'inscrit tout à fait dans une logique d'accroissement des liquidités disponibles pour les actionnaires. Parallèlement, l'actionnariat salarié se développe mais sans remettre en cause la gestion restrictive des fonds propres qui permet de préserver (pas de dilution) voir d'accroître (si relation) la richesse des actionnaires.

En fait, si la plupart des entreprises développent des dispositifs d'épargne salariale majoritairement investis dans l'actionnariat salarié¹ c'est aussi dans le but de contrôler leur capital afin de se protéger des prises de contrôle hostiles. De ce point de vue, on doit considérer les flux d'épargne salariale sous l'aspect non plus seulement financier mais sous l'aspect du contrôle². En fait, les flux d'épargne salariale, une fois logés dans des fonds, ne sont pas directement contrôlés par les salariés mais, très largement, par les directions d'entreprise ou les gestionnaires de fonds. Les dispositifs d'épargne salariale sont conçus de telle manière que bien que cette épargne appartienne en théorie aux salariés, les directions d'entreprise peuvent de fait contrôler l'usage de ces fonds. Elles peuvent notamment privilégier les fonds d'actionnariat salarié plutôt que les fonds diversifiés via de multiples incitations (décotes, abondement, ...). Elles conservent ensuite un pouvoir important de contrôle des fonds d'épargne salariale en siégeant au Conseil de surveillance des FCPE ou au Conseil d'Administration des SICAV. De fait, les salariés sont le plus souvent tenus à l'écart de la gestion de l'épargne salariale au profit

¹ Selon les statistiques publiées dans le rapport annuel de la Banque de France, sur la période 2000/2006, environ 50 % des avoirs des FCPE sont constitués de titres de l'entreprise.

² Lorsque les sommes distribuées au titre de l'épargne salariale servent à acquérir des actions de la société, elles permettent théoriquement aux salariés de disposer des droits de vote attachés aux actions, ce qui est sensé leur octroyer un nouveau pouvoir dans la structure de gouvernance en participant aux décisions importantes de la vie de leur entreprise : nomination/révocation de dirigeants, vote de résolutions en assemblée générale, acceptation ou rejet d'éventuelles Offres Publiques d'Achat (OPA) ou d'Echange (OPE)...

des directions d'entreprise et/ou des sociétés de gestion. De ce point de vue, le développement d'une épargne salariale orientée vers l'actionnariat des salariés peut être interprétée comme la volonté de certaines directions de se constituer une « arme anti-OPA », afin de se soustraire au marché de contrôle et favoriser ainsi leur enracinement¹.

En théorie, un tel objectif est contradictoire avec les objectifs de la valeur actionnariale, puisqu'il aboutirait à réduire les droits résiduels des actionnaires. En fait, tout va dépendre de la structure du capital de la société. Les enjeux de gouvernance sont en effet différents selon qu'il existe un actionnaire de référence (qui détient une part suffisante du capital pour lui permettre de contrôler la société) ou bien selon que l'actionnariat est dispersé. Dans ces deux cas de figure l'actionnariat des salariés peut jouer un rôle décisif en matière de contrôle.

En premier lieu, l'épargne salariale orientée vers les titres de l'entreprise peut servir d'appoint à un actionnaire de référence pour conserver ou prendre le contrôle de la société. Nous verrons qu'une telle configuration s'est rencontrée dans le groupe de distribution Casino, qui face à la dilution de son actionnariat familial avait développé l'actionnariat salarié (en limitant les possibilités de placement à l'actionnariat salarié) pour l'aider à maintenir le contrôle sur la société. Les actionnaires salariés ont ainsi appuyé la direction historique de la société pour repousser l'OPA hostile du Groupe Promodès en 1998, au bénéfice du rachat par le groupe Rallye. Depuis que le capital est très solidement contrôlé par le groupe Rallye, le développement de l'actionnariat salarié ne semble plus être la priorité du groupe Casino, si ce n'est dans une optique redistributive (mise en place d'un plan à effet levier). En second lieu, le développement d'une épargne salariale massivement orientée vers l'actionnariat permet aussi aux dirigeants d'entreprises dont le capital est très dispersé de constituer un bloc actionnarial qui représente souvent un faible pourcentage des actions mais qui pèse un poids décisif lors des batailles boursières. Cette situation est très bien illustrée par le cas de la Société Générale, groupe bancaire qui a de longue date mis en place une importante politique d'épargne salariale massivement destinée à être investie en titres de la société dans le but de limiter les risques d'OPA. Pour se faire, la Société Générale a privilégié la redistribution des bénéfices sous forme de primes

¹ STULZ R. (1988), « Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control », *Journal of financial economics*, vol. 20, pp. 25-54.

d'intéressement (qui peuvent être abondées contrairement à la participation) et a incité fortement à leur placement dans les fonds d'actionnariat salarié via un système d'abondement et de décote très avantageux. Finalement, les salariés sont devenus le premier actionnaire du groupe (détenant environ 7 % du capital et 10 % des droits de votes) ce qui leur a permis de peser grandement pour maintenir l'indépendance du groupe, comme lorsqu'ils ont contribué à repousser la tentative d'OPA hostile lancée par la BNP en 1999.

L'épargne salariale se retrouve donc au cœur du fonctionnement du nouveau capitalisme¹ dominé par la finance. Elle soumet l'évolution des rémunérations des salariés à la réalisation des objectifs de rentabilité des acteurs financiers à la fois via une flexibilité accrue de la masse salariale (effet déport, exonérations fiscales et sociales) et en participant à la maximisation des flux de trésorerie distribuables aux actionnaires (effet neutre sur le BFR). Parallèlement, lorsque l'épargne salariale prend la forme d'un actionnariat salarié, elle permet aux dirigeants d'entreprise de se soustraire, en partie, au marché de contrôle matérialisé les prises de contrôle hostiles. Ainsi, les dispositifs d'épargne salariale, s'il permettent effectivement d'apporter à certains salariés un supplément de revenu parfois non négligeable, s'inscrivent entièrement dans le fonctionnement d'un capitalisme à la fois dominé par les intérêts financiers des investisseurs institutionnels et le pouvoir des dirigeants des grands groupes de sociétés transnationales². Une analyse réduite à l'efficacité de ces rémunérations en terme d'incitation dans un cadre microéconomique, si elle a sa pertinence, ne permet pas de saisir la logique profonde et nouvelle qui préside au développement actuel de l'épargne salariale. Celui-ci répond avant tout à un besoin de maximisation de la rentabilité de la firme afin de satisfaire à l'exigence de création de valeur pour l'actionnaire. Ce qui n'empêche pas, une fois cette exigence financière satisfaite, que d'autres objectifs puissent guider le développement de l'épargne salariale, en particulier la protection contre les prises de contrôle hostiles pour le plus grand bénéfice de l'enracinement de certaines équipes dirigeantes (cela coïncidant parfois avec « l'intérêt national »).

¹ PLIHON D. (2003), *le nouveau capitalisme*, La découverte, 121 p.

² Ce que G. DUMENIL et D. LEVY nomment le « compromis néolibéral » (Duménil G., Lévy D. (2006), "La finance capitaliste: rapports de production et rapports de classe", in Séminaire d'Études Marxistes, *La finance capitaliste*, Presses Universitaires de France, pp. 131-180).

Notre thèse sera exposée en deux parties : la première partie s'attachera à démontrer que l'épargne salariale doit être analysée non pas simplement comme un système d'incitations mais comme un mécanisme de redistribution favorable à la création de valeur pour l'actionnaire. A ce titre, après avoir passé en revue et souligné les limites des principales théories économiques qui abordent l'épargne salariale d'un strict point de vue micro-économique, nous montrerons qu'il convient d'avoir une approche institutionnaliste de ces dispositifs afin de saisir la dimension redistributive et l'évolution vers une logique de financiarisation accrue. Au niveau des entreprises, l'épargne salariale va ainsi constituer une forme de redistribution compatible avec les exigences de la création de valeur en ce qu'elle permet non seulement de réduire le coût du travail et de flexibiliser la masse salariale, mais aussi une optimisation de la gestion des flux de trésorerie, via un effet favorable sur le besoin en fond de roulement et les fonds propres.

Dans une seconde partie, nous analyserons l'impact que les flux d'épargne salariale peuvent avoir sur la situation financière de l'entreprise comme sur sa structure de gouvernance. A partir d'une analyse statistique des données issues de deux enquêtes de l'INSEE et de la DARES, nous verrons ainsi, que si la distribution de primes d'intéressement et de participation est associée à une situation de trésorerie favorable, en revanche l'actionnariat salarié n'a pas d'impact sur la situation financière de l'entreprise, notamment en raison de la prédominance d'une gestion restrictive des capitaux propres qui tend à privilégier le rachat et l'annulation de titres par rapport aux augmentations de capital. Si les entreprises favorisent l'investissement de l'épargne salariale dans des fonds d'actionnariat salarié, ce n'est donc pas prioritairement pour se financer mais plutôt pour se constituer une forme de protection contre les prises de contrôle hostiles dans le cadre d'une stratégie d'enracinement. Ces stratégies de développement de l'épargne salariale dans une optique anti-OPA seront illustrées par le cas de deux grands groupes français, la société de distribution Casino et le groupe bancaire Société Générale.

Première partie : L'épargne salariale une logique de redistribution et une gestion des flux favorable à la valeur actionnariale

Dans une large mesure, les travaux en sciences économiques ou en sciences de gestion analysent le développement de l'épargne salariale en fonction de son efficacité en tant qu'incitation visant à orienter le comportement des salariés dans un sens favorable à la firme. Les théories divergent cependant sur l'efficacité que peuvent avoir la participation aux bénéfices ou l'actionnariat des salariés. Pour les théories dites de la « valeur actionnariale¹ », ces formes de rémunérations collectives sont inefficaces car elles remettent en cause l'organisation de la firme où la totalité des droits et bénéfices résiduels doivent revenir aux actionnaires. En revanche, d'autres auteurs voient dans les dispositifs de participation aux bénéfices ou au capital, un moyen efficace pour inciter les salariés à accroître leur productivité y compris si cela amène à adopter une vision plus « partenariale » de la firme.

L'objet de cette première partie est de proposer une approche centrée sur l'épargne salariale comme mode de redistribution plutôt que d'incitation. En effet, l'analyse des dispositifs français d'épargne salariale montre que ceux-ci, créés et soutenus par les pouvoirs publics, sont de plus en plus orientés vers une logique de distribution de revenu largement financiarisé. Au niveau des entreprises, désormais soumises à l'exigence de création de valeur pour l'actionnaire, le développement de l'épargne salariale, souvent au détriment des augmentations de salaire, permet de distribuer aux salariés une rémunération compatible avec l'objectif de création de valeur actionnariale. Non seulement, l'épargne salariale permet de baisser et flexibiliser les frais de personnel, mais peut aussi avoir un impact direct sur la situation financière de l'entreprise. L'épargne salariale permet alors d'optimiser la gestion des liquidités de l'entreprise dans le but de maximiser les flux de trésorerie distribuables aux actionnaires.

¹ REBERIOUX A. (2005), « les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale : une revue critique de la littérature », *Revue Economique*, vol. 56, n° 1, pp. 51-76. Quelques soient leurs nuances et leur différences, on regroupe dans cette catégorie principalement la Théorie des Droits de Propriété (TDP), la Théorie de l'Agence (TA), la Théorie des Contrats Incomplets (TCI) et la Nouvelle Economie Institutionnelle (NEI).

Le premier chapitre, après avoir passé en revue l'essentiel de la littérature qui analyse l'épargne salariale comme un mécanisme d'incitation destiné à limiter les aléas propres à la relation salariale, s'attachera à montrer que la compréhension des raisons qui poussent les entreprises à développer les dispositifs d'épargne salariale ne peut être réduite à une approche en terme d'incitation, mais doit privilégier son impact redistributif. Ainsi, en France, l'épargne salariale a été créée par les pouvoirs publics qui ont progressivement orienté ces dispositifs vers une logique redistributive et financiarisée.

Le second chapitre, s'attachera à montrer que l'épargne salariale en tant que forme de redistribution est favorable à la réalisation des objectifs de création de valeur au sein de l'entreprise. Après avoir rappelé que l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire implique une mise sous pression de la masse salariale, nous verrons que l'épargne salariale peut être développée précisément parce qu'elle est une forme de rémunération compatible avec la valeur actionnariale. Non seulement celle-ci permet de limiter l'accroissement de la masse salariale (statut social et social, effet déport), mais en plus elle peut contribuer à la maximisation des flux de trésorerie distribuables aux actionnaires en limitant l'accroissement du Besoin en Fond de Roulement et/ou en accroissant les Fonds de Roulement.

CHAPITRE I - L'ÉPARGNE SALARIALE : UNE LOGIQUE DE REDISTRIBUTION PLUS QUE D'INCITATION

L'épargne salariale ou participation financière permet d'associer les salariés aux résultats de l'entreprise. La participation financière regroupe des dispositifs de rémunération collectifs, variables et différés, au premier rang desquels se trouvent le partage des profits et l'actionnariat des salariés.

Ces dispositifs sont principalement considérés comme des mécanismes incitatifs visant à dissuader les comportements opportunistes des salariés. Pourtant, les théories économiques sont divisées sur l'efficacité de la participation financière en tant qu'incitation. Pour les tenants de la valeur actionnariale, l'opportunisme du salarié est d'ores et déjà déjoué par la structure de gouvernance de la firme : celle-ci repose sur la subordination du salarié à l'autorité de l'employeur et des actionnaires, autorité que la participation financière risque d'affaiblir jusqu'à conduire à une situation sous-optimale. Face à cette vision pessimiste, d'autres auteurs considèrent au contraire que l'épargne salariale peut être un dispositif incitatif efficace pour amener les salariés à accroître ou révéler leur productivité. Force est de constater que cette opposition reflète avant tout un débat de fond sur la conception de la firme, entre les partisans et les opposants d'une firme dominée par les seuls actionnaires. En effet, les études empiriques, souvent nuancées, ne permettent pas d'affirmer un effet positif direct sur la productivité des seuls dispositifs de participation financière (Section 1).

De toute façon, les dispositifs français de participation financière présentent la spécificité d'être créés et encouragés par les pouvoirs publics. Si ces dispositifs se sont considérablement développés ces dernières années, c'est en grande partie grâce aux obligations et incitations légales et réglementaires. Par ailleurs, ils se sont développés principalement autour des dispositifs de placement financier que sont les Plans d'épargne salariale (PES) ou certains organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM), la logique « financière » de l'épargne salariale prenant peu à peu le pas sur celle de participation. De plus en plus axée sur le rendement

des fonds ou la distribution de revenu, l'épargne salariale évolue désormais vers une logique de redistribution plus que d'incitation (Section 2).

Section 1 - L'épargne salariale, incitation controversée à la valeur actionnariale

En tant que rémunérations collectives variables et différées, les dispositifs d'épargne salariale peuvent constituer une incitation pour amener les salariés à adopter un comportement optimal pour la firme. En effet, l'existence d'asymétrie d'information expose la relation salariale aux risques d'aléa moral et d'anti-sélection que le seul contrat de travail, en raison de son incomplétude, ne peut régler. Pour limiter ces risques, de nombreuses théories ont cherché à définir la structure optimale de coordination ou de contrôle que la firme devait adopter : la majorité d'entre-elles privilégient une structure de gouvernance dirigée par et pour les actionnaires (sous-section 3.1), se regroupant ainsi, malgré leurs différences, pour défendre le principe de la « valeur actionnariale ». Dans ce cadre, la rémunération des salariés est considérée comme devant prendre la forme d'un salaire fixe ou d'une rémunération variable individualisée. En revanche, l'épargne salariale, rémunération collective, est considérée comme une entorse aux principes de base de la gouvernance actionnariale et ne peut conduire qu'à une situation sous-optimale (Sous-section 3.2.). Pourtant, d'autres travaux postulent au contraire que l'épargne salariale peut constituer un dispositif incitatif efficace à condition de sortir d'une vision strictement « actionnariale » de la firme (Sous-section 3.3). Dans tous les cas, ces analyses privilégient un point de vue micro économique, intra-firme, centré sur le comportement des agents en situation d'incertitude contractuelle.

Sous-section 1.1 - Quelles incitations salariales ? hiérarchie, droit de propriété

La relation salariale est un échange particulier qui ne porte pas sur une marchandise, mais sur une « force de travail ». Elle est donc exposée aux risques d'aléa moral et d'anti-sélection que le

contrat de travail en raison de son incomplétude n'est pas forcément en mesure de réduire, en particulier dans le cas d'investissements en actifs spécifiques. Les approches « standards » trouvent la solution à ce problème par la subordination des salariés à une hiérarchie (explicite ou implicite) fondée sur la détention asymétrique des actifs et au sommet de laquelle se trouvent les propriétaires du capital.

1.1.1 - L'épargne salariale : des rémunérations collectives variables et différées.

Le concept d'épargne salariale renvoie à celui de participation financière des salariés. Sous le vocable de participation financière des salariés se regroupent tous les mécanismes permettant d'associer les salariés aux résultats de l'entreprise. Au delà de cette définition générale, les dispositifs de participation financière présentent certaines caractéristiques cumulatives qui les distinguent d'autres formes de rémunération :

- Ils sont **variables**, car indexés sur les résultats dont le niveau est par nature aléatoire, ce qui les distingue des éléments de rémunération fixe.
- ils sont **collectifs**, c'est à dire ouvert à l'ensemble des salariés et indexés sur des performances collectives. Ils se distinguent ainsi d'autres formes de rémunération à la performance souvent individualisées.
- Ils sont **différés** : les salariés ne perçoivent les primes de partage des profits ou les dividendes attachées aux actions qu'après la clôture de l'exercice. Par ailleurs, de nombreux dispositifs imposent un blocage ou une indisponibilité des sommes perçues par les salariés.

Ainsi, en fonction du type de rentabilité (économique ou financière) que souhaite privilégier l'entreprise, les mécanismes de participation financière permettront de distribuer aux salariés soit une mesure comptable de la richesse de l'entreprise, soit les résultats liés à l'évaluation que les marchés financiers font de cette richesse. On distingue généralement deux grandes catégories de

systèmes de participation financière, « *selon qu'ils reposent ou non sur l'actionnariat*¹ », mais qui peuvent « coexister ou se chevaucher² » : le partage des profits et l'actionnariat salarié.

Le partage des profits (ou participation aux bénéfices) se traduit par la distribution aux salariés d'une somme directement dépendante des profits ou d'autres mesures des résultats de l'entreprise. Le partage des profits peut revêtir plusieurs formes³ : il peut être versé directement au salarié sous forme de liquidités (*cash based profit sharing*) ou bien être placé dans des dispositifs d'épargne, on parle alors de partage des profit différé (*deferred profit sharing*). Mais, le partage des profits peut aussi être basé sur d'autres mesures de la performance de l'entreprise que le profit, comme la productivité, l'orientant alors vers une logique plus large de « partage des gains » (*gain sharing*). En France, il existe deux dispositifs de partage des profits, l'intéressement et la participation.

L'actionnariat des salariés permet la participation des salariés aux résultats de l'entreprise par la détention d'actions, détention permise par la distribution gratuite, l'achat ou la souscription à des conditions préférentielles d'un certain nombre de titres de l'entreprise à tout ou une partie du personnel. Ces titres peuvent être détenus directement par le salarié ou bien indirectement via des dispositifs d'épargne collective gérés par un intermédiaire financier. Bien évidemment, l'actionnariat salarié portant sur un titre de propriété il peut impliquer, au delà du partage des bénéfices, un partage du pouvoir au sein de l'entreprise.

Dans le cas de partage des profits différé ou d'actionnariat indirect s'ajoutent les dispositifs de collecte d'épargne au sein de l'entreprise. Les plus célèbres étant les fonds de pensions à contributions définies⁴ nord américains qui permettent aux salariés d'épargner pour leur retraite. Ces fonds de pension sont alimentés en partie par des dispositifs de partage des profits et sont souvent investis en titres de l'entreprise conduisant ainsi à un actionnariat salarié indirect. En

¹ DESBRIERE. P (1991), *participation financière, stock-options et rachat d'entreprise par les salariés*, Economica, p 15.

² POUTSMA E.

³ OECD (1995), "profit sharing in OECD countries", *Employment outlook*, OECD, Paris, Juillet ; POUTSMA E. (2001), *Recent trend in employee financial participation in the european Union*, Office for official publications of the european communities, Luxembourg, p. 3.

⁴ On distingue deux grandes catégories de fonds de pension : les fonds à prestation définie (*defined benefit – DB*) et les fonds à contribution définie (*defined contribution – DC*). Les fonds DB garantissent aux salariés un certains niveaux de pension tandis que les fonds DC ne fixent que la cotisation du salarié, sa pension étant liée aux performances financières du fonds.

France, l’Insee regroupe ces dispositifs sous l’appellation de **Plan d’Epargne Salariale (PES)**¹. Il s’agit de « systèmes d’épargne collectifs ouvrant aux salariés de l’entreprise la faculté de participer, avec l’aide de celle-ci, à la constitution d’un portefeuille de valeurs mobilières² ». Les plus connus de ces dispositifs étant les Plans d’Epargne Entreprise (PEE) qui peuvent être déclinés en de multiples variantes selon leurs périmètres (Plan d’Epargne Interentreprises – PEI) ou leurs objectifs (Plan d’Epargne Retraite Collectif – PERCO, compte épargne temps³). Outre des avantages en terme de gestion, ils permettent aux salariés de bénéficier d’avantages financiers (abondement de l’employeur) et d’exonérations fiscales et sociales accordées par les pouvoirs publics. Tous ces dispositifs sont généralement intermédiés par des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) tels que des Sociétés d’investissement à capital variable (SICAV) ou des Fonds communs de placement en entreprise (FCPE).

Les dispositifs d’épargne salariale octroient aux salariés un droit aux bénéfices résiduels et même, dans le cas de l’actionnariat salarié, un droit de contrôle sur la firme. Ils s’inscrivent alors dans une structure de gouvernance qui vise à assurer une coordination efficiente des parties prenantes à la firme. Dans la relation salariale, il existe en effet des asymétries d’informations sources de comportements préjudiciables à la firme.

¹ ROUGERIE C. (2006), « l’épargne en entreprise : résultats de l’enquête patrimoine 2004 », *Insee première*, n° 1072, Mars, 4 p.

² Circulaire interministérielle relative à l’épargne salariale, 5 avril 2005.

³ Avec le CET, les salariés peuvent accumuler des droits à congé rémunéré ou bénéficier d’une rémunération, immédiate ou différée. L’employeur, notamment par le jeu de l’abondement, peut promouvoir certains choix pour adapter les effectifs et les temps de travail ou de formation, et pour assouplir les conditions de départ anticipé des salariés en fin de carrière.

1.1.2 - L'incomplétude du contrat de travail source de comportements opportunistes du salarié

Le contrat de travail, en raison de son objet, est par nature incomplet. De cette incomplétude découle une asymétrie d'information entre salarié et employeur qui expose la relation salariale aux risques d'aléa moral et d'anti-sélection. Dès lors, les comportements opportunistes du salarié qui sont susceptibles d'émerger peuvent engendrer une situation sous optimale pour la firme en particulier dans le cas d'investissements spécifiques (risque de *hold-up*).

A) L'incomplétude contractuelle inhérente à la relation salariale

L'exécution du contrat de travail est problématique car au départ de la relation salariale (la signature du contrat) l'employeur ne connaît pas le résultat (*output*) et il doit assumer toute l'incertitude. En effet, le contrat de travail est incomplet car il ne peut prévoir *ex ante* toutes les situations qui vont advenir lors de sa période d'exécution et les stratégies individuelles qui vont en découler¹. A « l'incertitude radicale » qui est liée aux modifications de l'environnement économique, s'ajoute « l'incertitude qualitative² » sur l'effort fourni par le salarié qui s'explique par l'existence d'asymétries d'informations entre l'employeur et le salarié. Ces asymétries non seulement préexistent à la signature du contrat de travail (anti-sélection) mais apparaissent aussi lors de son exécution (aléa moral).

B) Anti-sélection et aléa moral source d'opportunisme du salarié

En fait comme tout échange marchand entre deux agents, la relation salariale est soumise au risque de « sélection adverse³ » ou « d'anti-sélection » induite par les asymétries d'informations initialement présentes entre les agents. Le cas d'école est celui de l'employeur qui, lorsqu'il recrute un salarié, ne dispose pas d'informations fiables sur sa productivité⁴. Le risque majeur est

¹ REYNAUD B. (1988), « le contrat de travail dans le paradigme standard », *Revue française d'économie*, n° 4, vol. III, p 157 – 194.

² *Ibid.* p 158.

³ AKERLOF G. (1970), the market for lemons : quality, uncertainty and market mechanism, *the quarterly journal of economics*, Vol. 84, Aout, p 488-500.

⁴ WEISS A. (1980), "Job queue and lay offs in labor markets with flexible wages", *The journal of political economy*, vol. 88, n° 31, p 525-538.

alors que ces asymétries d'informations empêchent une coordination efficiente des échanges sur le marché¹. Pour limiter ces asymétries certains agents doivent alors assumer certains coûts pour obliger les autres agents à dévoiler une partie des informations qu'ils détiennent².

La relation salariale pose aussi des problèmes d'asymétrie d'information liés à l'exécution même du contrat de travail. Ces asymétries portent principalement sur l'intensité du travail fourni par le salarié (l'effort) qui n'est généralement pas observable par l'employeur. On se retrouve ainsi dans une situation de « risque » ou « d'aléa moral » (*moral hazard*) où un agent n'est pas incité à fournir le niveau d'*input* convenu lors de la signature du contrat parce que son comportement n'est ni observable³ ni vérifiable⁴ par son co-contractant ou par un tiers. Le salarié est ainsi incité à « tirer au flanc » (*Shirking*) ou à se comporter comme un « passager clandestin » (*free rider*) en fournissant l'effort minimal dans le but de modifier à son avantage la distribution des résultats de l'échange (*output*). Alors, le salarié peut s'approprier une partie du surplus de l'entreprise sous une forme non monétaire via la réduction de son effort⁵, car il est assuré d'obtenir l'intégralité du salaire négocié *ex ante* tandis que l'employeur dont le revenu résiduel est lié à l'*output* se verra lésé.

Ce comportement rationnel qui pousse le salarié à exploiter les failles des arrangements contractuels qu'il a lui même négocié est habituellement qualifié d'opportunisme⁶. Lorsque la volonté de tromper son partenaire est préalable au contrat on parle d'opportunisme *ex ante*, et

¹ Pour plus de détails sur le modèle général cf. BROUSSEAU E. (1993), « l'économie des contrats : technologie de l'information et coordination interentreprises », PUF, p 56-57. Pour une application au marché du travail cf. CHASERANT C. et EYMARD-DUVERNAY F. (2003), *l'analyse économique du contrat de travail : la relation d'emploi se résume-t-elle au salaire ?*, in « stratégies contractuelles et gestion de la relation de travail », BERNARDI M. *et alii.*, Rapport de recherche du CEE, n°11, p 21 – 43.

² Pour un exposé des solutions applicables au marché du travail voir CHASERANT C. et EYMARD DUVERNAY F. (2003), *op. cit.* p 27-28.

³ Voir HOLMSTROM B. (1979), "Moral hazard and inobservability", *The Bell journal of economics*, Vol 10, N°1, p 74-91.

⁴ MALCOMSON J. (1981), "unemployment and efficiency wage hypothesis", *The Economic Journal*, Vol. 91, décembre, p 848-866.

⁵ FITZROY F. et KRAFT K. (1987), "coopération, productivity, and profit sharing", *Quaterly journal of economics*, Vol. 102, pp. 23-35.

⁶ WILLIAMSON O. (1985), L'opportunisme comme hypothèse comportementale a été critiquée comme un modèle « Néo-hobbesien » basés sur une hypothèse de « malfaisance » (BOWLES S. (1985), « the production process in a competitive economy : walrasian, néo-hobbesian, and marxian models », *American economic review*, Vol. 25, n° 1, p. 16-36). Ce dont se défend WILLIAMSON en contestant que « tout individu s'adonne continuellement - ou principalement - à l'opportunisme. » ; prendre en compte l'hypothèse d'opportunisme doit au contraire permettre d'éviter que les individus qui ont « peu de principes » profitent exagérément de ceux qui ont « plus de principes » (WILLIAMSON O. (1994), *Les institutions de l'économie*, Inter Editions, p 86).

d'opportunisme *ex post* lorsque l'agent ne fait que tirer partie d'une situation favorable imprévue¹. Cette hypothèse comportementale implique que les individus cherchent à atteindre « leur intérêt personnel » y compris au moyen de « la tromperie² ». Il peut néanmoins exister des situations où l'asymétrie d'information est favorable à l'employeur³ et entraîne un « aléa moral » au détriment du salarié. Cependant, il est admis que l'entreprise n'abuse pas de cette asymétrie, car elle est tenue par l'obligation de préserver « sa réputation » sur le marché du travail⁴. Généralement, l'opportunisme auquel il est fait référence est donc celui du salarié vis à vis de la firme qui l'emploie⁵.

L'intérêt pour un agent d'adopter un comportement opportuniste est qu'il lui permet de s'approprier, au détriment de l'autre partie, une part plus importante du surplus que celle qui lui était initialement dévolue.

C) Opportunisme et risque de *hold-up*

Les conséquences et le risque de l'opportunisme contractuels sont accrus lorsque la transaction porte sur la mise en commun d'actifs spécifiques⁶. La mise en commun d'actifs spécifiques permet en effet de générer une quasi-rente favorable aux deux parties. Mais en raison de l'évolution de l'environnement économique et de l'opportunisme des agents, cette quasi-rente peut être appropriée *ex post* par un des agents, via une menace de rupture unilatérale de la relation qui serait coûteuse pour l'autre partie. Ce problème est connu sous le nom de *hold-up*⁷. En l'absence de clause de sauvegarde *ex ante*, un agent peut ainsi priver un autre de tout ou partie

¹ Dans ce dernier cas O. WILLIAMSON estime qu'il n'y a pas « tromperie ».

² WILLIAMSON O. (1994), op. cit. p 70.

³ GROSSMAN ET HART (1981)

⁴ les salariés risquent de démissionner et de répandre l'information de la « malhonnêteté » de l'entreprise sur le marché du travail entraînant pour cette dernière des difficultés de recrutement. Pour une discussion sur cette question voir par exemple WILLIAMSON O.E. (1985), *The economic institutions of capitalism*, Macmillan, pp. 260-261.

⁵ Il convient cependant de signaler que cet opportunisme est entendu comme un conflit strictement inter-individuel, et n'a pas de caractère social.

⁶ Par actif spécifique, O. Williamson entend « les investissements durables entrepris pour des transactions particulières ... [qui ont] une valeur qui est par définition beaucoup plus faible dans d'autres emplois que dans l'usage particulier pour lequel ils ont été prévus » (WILLIAMSON O.E. (1985) op. cit. p. 55). E. Brousseau interprète Williamson, en considérant que les actifs peuvent être considérés comme spécifiques lorsqu'ils sont *complémentaires* (leur coopération permettant de générer une quasi-rente) et *faiblement redéployable* compte tenu de leur spécialisation, de leur localisation, ou de l'absence de marché d'occasion (BROUSSEAU E. (1993), op. cit. p.129).

⁷ KLEIN B., CRAWFORD R.G. et ALCHIAN A. (1978), "integration, appropriable rents, and the competitive contracting process", *Journal of law and economics*, XXI (2), pp. 297-236. et aussi, WILLIAMSON O. (1994) op.cit.

du surplus qui lui revenait et même lui faire subir un coût net. Appliqué à la relation salariale¹, ce cas de figure peut se produire lorsque l'employeur et le salarié sont engagés dans un investissement réciproque d'actifs spécifiques. La rupture de la relation salariale devient alors coûteuse pour les parties (disparition des quasi-rentes et importance des coûts pour re-contracter). Cependant, selon les opportunités offertes à chacun des contractants par le marché du travail, une des parties sera en mesure de renégocier un contrat qui lui sera plus favorable dans le partage de la quasi-rente².

Cependant, la renégociation du contrat va généralement modifier la distribution de la quasi-rente au détriment d'un contractant. Outre le fait que cette situation puisse paraître « injuste », elle pose aussi un problème plus général d'efficacité. En effet, l'incitation initiale (i.e. l'espérance de gain associée à la quasi-rente) qui avait motivé le contractant, se trouve diminuée suite à la renégociation, ce qui va le pousser à revoir à la baisse son investissement. La quasi-rente étant dépendante de cet investissement, on aboutit alors à une situation sous efficiente pour les deux parties, à savoir la diminution de cette quasi-rente. Le problème du *hold-up* peut même être étendu à des investissements non spécifiques (ou généraux) lorsqu'il existe des coûts de rotation (*turnover cost*) qui rendent coûteuse la rupture de la relation même en absence d'une situation particulière sur le marché du travail³.

Le contrat de travail étant fondamentalement incomplet, l'employeur doit recourir à des solutions plus ou moins coûteuses pour réduire l'incertitude et les comportements opportunistes. Celles-ci peuvent prendre la forme d'un contrôle hiérarchique des actions du salarié en contrepartie d'une garantie de rémunération ou bien se traduire par le versement d'une rémunération incitative.

1.1.3 - Le contrôle et la rémunération fixe comme solution à l'opportunisme du salarié

¹ Pour une revue voir : MALCOMSON J.M. (1997), "Contracts, hold-up, and labor market", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, N° 4, pp. 1916-1957.

² Cette situation est favorable au salarié, lorsque sur le marché du travail, il ne se trouve pas de travailleur susceptible de le remplacer. L'entreprise doit alors lui concéder une partie de la part de sa quasi rente via des augmentations salariales.

³ MALCOMSON J.M. (1997), op. cit. , pp. 1028-1029.

Parce qu'il est incomplet, le seul contrat de travail ne permet pas une mise en œuvre optimale de la force de travail. Pour faire face à l'incertitude comme aux comportements opportunistes, la relation salariale va nécessiter un contrôle du travail du salarié. Il s'agit alors d'un rapport de subordination qui peut s'exercer dans le cadre d'une organisation hiérarchique, ou bien peut être appréhendé comme le résultat d'une structure asymétrique des droits de propriété. Dans ce cadre, le salarié doit recevoir une rémunération fixe en contrepartie d'une atténuation du risque.

A) L'autorité comme réponse à l'incertitude

Au delà de son incomplétude, le contrat de travail se distingue d'un contrat de vente en ce qu'il établit une relation d'autorité entre les contractants (employeur et employé) c'est à dire « le transfert du pouvoir de décision, de façon explicite ou implicite, d'un agent ou d'une classe d'agents à d'autres agents¹ ». L'instauration de cette autorité est justifiée pour faire face à l'incertitude, la délégation volontaire de l'autorité par les salariés à l'employeur s'expliquant alors par une aversion plus importante des salariés pour le risque.

Dans le modèle de référence proposé par H. SIMON², l'employeur est ainsi investi du pouvoir de décider des tâches - et des moyens de les réaliser – que devra effectuer le salarié. En échange, le salarié reçoit la garantie d'un salaire dont le montant, largement indépendant des résultats, est négocié dès le début de la relation³. Cependant le rôle de l'employeur ne se borne pas à prescrire les tâches du salarié. Sa position de décideur le dote de capacités d'adaptation à l'incertitude, c'est à dire qu'il peut, contrairement à un donneur d'ordre classique, modifier les prescriptions initiales pour s'adapter, notamment, aux variations du marché⁴. De ce point de vue, la relation d'autorité établie par le contrat de travail est une source de flexibilité que ne possède par la régulation marchande⁵. Ainsi l'autorité permet-elle de réduire l'incertitude liée au marché. Toutefois, l'autorité formelle de l'employeur n'implique pas une disparition de l'incertitude

¹ MENARD C., *L'économie des organisations*, Ed. La découverte, 1997, 125 p.

² SIMON H.A., "a formal theory of the employment relationship", *Econometrica*, 19, 1951, P 293 - 300

³ On retrouve ici l'aversion des salariés pour le risque qui fonde la relation salariale sur le fait que les employeurs assument l'incertitude (KNIGHT F. (1921), « Enterprise and profit », in *Risk, uncertainty and profit*, Boston and New York, Houghton Mifflin Company, pp. 264-290). La relation salariale peut alors être entendue comme un contrat d'assurance implicite contre le risque (AZIARDIS (1975) "implicit contracts and underemployment equilibria", *Journal of Political Economy*, vol. 83, n°6, pp. 1183-1202).

⁴ SIMON H.A. (1951), op. cit.

⁵ FAVEREAU O. et WALLISER B. (2000), "authority, as flexibility, is at the core of labor contracts", *Revue d'économie industrielle*, n° 92.

quant à l'exécution du contrat de travail : celui-ci demeure fondamentalement incomplet¹. En fait dans le modèle de H. SIMON, les salariés bénéficient toujours « d'une liberté discrétionnaire » dans l'application des directives². Surtout, la seule autorité n'élimine pas le risque d'opportunisme.

B) Le contrôle par l'asymétrie des droits de propriété

L'exercice d'un pouvoir de contrôle par l'employeur peut aussi s'interpréter dans un cadre plus contractuel. L'autorité de l'employeur sur le salarié n'étant plus abordée que comme une conséquence de l'allocation asymétrique de droits de propriétés dont les droits résiduels sont considérés comme la forme d'incitation optimale. La délégation volontaire de l'autorité par les salariés à l'employeur pouvant alors s'expliquer par la reconnaissance de ceux-ci des gains liés à cette forme particulière de coordination.

(a) Le contrôle lié à l'allocation des droits de propriété.

On retrouve cette idée dans la théorie des droits de propriété (TDP) pour qui la coordination économique est précisément assurée par l'existence de droits de propriété des agents sur certains actifs³.

Ainsi pour A. ALCHIAN et H. DEMSETZ⁴, les salariés sont assimilés à des « propriétaires d'input » qui acceptent de coopérer dans le cadre d'une organisation (symbolisée par le travail en équipe) en raison des avantages qu'elle procure⁵ par rapport à une coordination strictement marchande. Cependant en raison de « l'inséparabilité » des *outputs* propre au travail en équipe, il

¹ Notamment du fait de l'hypothèse de rationalité limitée des agents.

² MARCH et SIMON (1993). Cependant, il faut se garder d'interpréter cette « liberté d'appréciation » négativement : « elle peut devenir une solution *positive* au problème de l'incomplétude », en permettant l'émergence d'une coordination complémentaire à l'autorité formelle. Pour plus de précision voir KOUMAKHOV R. (2004), « la théorie du pouvoir de Herbert Simon », *Document de travail Forum*, Paris, 01, 25 p.

³ « La théorie des droits de propriété se propose de montrer comment différents types et systèmes de droit de propriété agissent sur le comportement des agents individuels et par là sur le fonctionnement et l'efficacité du système économique, et comment dans une économie où les rapports contractuels entre les agents sont libres, le type et la répartition des droits de propriété qui assure l'efficacité la plus grande tendent à s'imposer ». CORIAT B. et WEINSTEIN O. (1995), op. cit., p 79 et suivantes.

⁴ ALCHIAN A. ET DEMSETZ H. (1972), "production, information costs, and economic organisation", *american economic review*, 62, december, pp. 777-795.

⁵ "Resource owners increase productivity through cooperative specialization and this leads to the demand for economic organizations which facilitate cooperation". op. cit. p. 779.

est impossible d'isoler les contributions individuelles (« le produit marginal ») à la réalisation de l'output collectif¹. Cette situation expose les agents au problème du « tire au flanc » (*shirking*), c'est à dire au risque d'aléa moral.

La solution proposée par ALCHIAN et DEMSETZ consiste à spécialiser un des agents dans la surveillance (*monitoring*) des autres agents. Pour ne pas être lui-même incité à « tirer au flanc », ce « superviseur » doit recevoir l'intégralité du bénéfice résiduel, tandis que pour pouvoir empêcher les autres agents de « tirer au flanc » il doit également posséder l'intégralité des droits résiduels, notamment afin de pouvoir licencier le membre de l'équipe fraudeur. L'ensemble des droits résiduels doit donc être concentré entre les mains d'un agent pour assurer une coordination efficace de la firme. Ainsi, pour la TDP, l'asymétrie dans la répartition des droits de propriété, et donc dans le contrôle et le profit, sont justifiés par la lutte contre l'opportunisme.

(b) L'allocation optimale des droits résiduels de contrôle

Dans la continuité de la TDP, la théorie des contrats incomplets² (TCI) justifie par l'incomplétude contractuelle la concentration des droits résiduels de contrôle des actifs entre les mains d'une seule partie.

Pour cette théorie, la firme est une « collection d'actifs physiques³ ». Ainsi, lorsque deux parties décident de mettre en commun des actifs, S. GROSSMAN et O. HART⁴ estiment qu'il serait coûteux de rédiger un contrat spécifiant exactement qui aura le contrôle (« *specific right* ») de chaque dimension de chaque actif selon toutes les situations futures possibles. Dès lors, il faut trouver un mécanisme de décision pour les circonstances qui n'ont pas été prévues initialement dans le contrat. Ils proposent comme solution optimale qu'une des parties acquière tous les actifs qui ne sont pas prévus dans le contrat (i.e. le droit de contrôle résiduel).

¹ Ibid. p. 780.

² Pour une revue - critique - voir : TIROLE J. (1999), "incomplete contracts : where do we stand", *Econometrica*, Vol. 67, n° 4, pp. 741-781

³ HART O. et MOORE J. (1990), property rights and the nature of the firm, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, n° 6, pp. 1119-1158

⁴ GROSSMAN S.J. et HART O.D. (1986), "the costs of benefits of ownership : a theory of vertical and latéral integration", *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, n° 4, pp. 691-719.

Appliqué à la relation salariale, ce modèle montre que la détention du droit de contrôle résiduel sur les actifs permet à l'employeur de posséder la plupart des droits résiduels de contrôle des actions des salariés¹. En fait, O. HART et J. MOORE² montrent que dans le cadre d'une entreprise, les actifs physiques (les capitaux) sont utilisés par plusieurs personnes, certaines qui en possèdent les droits de propriété (les employeurs) et d'autres (les employés) qui n'en possèdent pas³. Comme le seul droit que possède le propriétaire d'un actif est sa capacité à exclure les autres de l'utilisation de cet actif, les auteurs admettent donc « que le contrôle des actifs physiques permet indirectement de contrôler les actifs humains⁴ ». La centralisation des droits de propriété des actifs physiques, ou pour le dire autrement la concentration exclusive de la propriété du capital, entre les mains de l'employeur, lui permet de licencier à tout moment le salarié, ce qui doit décourager ce dernier de « tirer de au flanc ». L'asymétrie dans les droits de propriété (sur les actifs physiques, i.e. le capital) est donc ce qui permet de sanctionner le salarié et donc l'inciter à ne pas faire preuve d'opportunisme⁵.

C) La hiérarchie comme réponse au risque d'opportunisme

Affirmer que la relation salariale implique une relation d'autorité est insuffisant. Dans les faits la relation salariale s'effectue dans le cadre d'une organisation hiérarchique, l'entreprise, qui implique la subordination des salariés aux objectifs et aux décisions de l'employeur, à savoir les propriétaires de l'entreprise ou leurs représentants (*managment*). Par rapport à l'autorité, la hiérarchie introduit une relation d'ordre entre les participants qui vont occuper « un rang dans la

¹ Op.cit. p. 717.

² HART O. et MOORE J. (1990), *op.cit.*

³ Op. cit., p. 1121.

⁴ Ibid.

⁵ Par ailleurs, la répartition des droits de propriété va aussi influencer sur la répartition *ex post* du surplus (GROSSMAN S.J. et HART O.D. (1986), *op. Cit.*, p. 696). Plus exactement, « l'allocation des droits de propriété va déterminer le pouvoir de négociation dans la détermination *ex post* des termes de l'échange », ce qui implique que « les détenteurs des droits de propriété seront protégés contre l'expropriation de leur investissement spécifique », ce pouvoir dans la répartition du surplus constituant aussi une forte incitation à investir (TIROLE J. (1999), *op. cit.*, p. 749). Ceci conforte le principe de l'asymétrie des droits de propriété en faveur... des propriétaires : les propriétaires d'actifs spécifiques qui sont les plus vulnérables au risque de *hold up*, doivent se voir octroyer les droits résiduels de contrôle, ce qui leur donnera dans la négociation le droit de s'approprier prioritairement le surplus (i.e. le profit).

structure de l'organisation¹ ». Tandis que dans le cadre d'une simple délégation d'autorité, le salarié pourrait à tout moment décider de remettre en cause cette autorité².

La subordination des salariés au sein d'une organisation hiérarchique est justifiée par les théoriciens de la nouvelle économie institutionnelle³ (NEI) en ce qu'elle permet de minimiser les coûts de transaction⁴ de la relation salariale. La NEI appréhende la relation salariale comme un échange « idiosyncratique⁵ » au cours duquel le salarié acquiert « des compétences de travail spécifiques liées à la connaissance de tâches spécifiques⁶ ». Mais, plus l'investissement effectué par l'employeur dans la formation spécifique du salarié est important, plus il est risqué, « car les actifs spécialisés ne peuvent pas être redéployés sans perte de valeur productive en cas d'interruption ou d'achèvement prématuré du contrat⁷ ». On retrouve alors le risque de *hold-up*⁸. Dans ce cas, le départ des salariés qui possèdent une formation spécifique devient particulièrement coûteux pour l'entreprise⁹. Celle-ci doit donc se protéger de l'opportunisme de ses salariés. Cependant, les formes habituelles de coordinations marchandes ou contractuelles, telle que la conclusion d'un contrat à long terme entre le salarié et l'employeur, ne constituent pas une réponse efficiente en raison des coûts de transaction importants qu'elles génèrent. La solution réside alors dans une organisation hiérarchique, où en contrepartie d'une assurance contre

¹ « On dira qu'il y a hiérarchie entre deux sous-ensembles de participant A et B quand le sous-ensemble B se réfère aux objectifs du sous ensemble A plutôt qu'au siens propres lorsqu'il prend une décision, et subordonne sa décision à celle de A lorsqu'il y a conflit ». In MENARD C. (1997), op. cit., pp. 30-31.

² HIRSHMAN A. (1970), distingue ainsi quatre procédures permettant de remettre en cause l'autorité : la démission, la désobéissance, la révocation de ceux à qui l'autorité avait été confiée ou consentie, et la mise en place d'organisme de contrôle de l'autorité.

³ Que l'on qualifie aussi de théorie des coûts de transaction (TCT).

⁴ COASE R. (1937), WILLIAMSON O. (1975 ; 1985 ; 1994) op. cit. Pour un résumé de ce courant se reporter à : CORIAT B. et WEINSTEIN O. (1995), *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Librairie Générale française, coll. Livre de poche, 218 p.

⁵ WILLIAMSON O., WATCHER M.L. et HARRIS J.E. (1975), "understanding the employment relation : the analysis of idiosyncratic exchange", *the bell journal of economics*, Vol. 6, n° 1, pp. 250-278.

⁶ Op. cit. p 251. Traduit par nous.

⁷ WILLIAMSON O. (1994) op. cit. p 77.

⁸ Le risque de *hold-up* apparaît lorsque les parties doivent effectuer des investissements spécifiques et qu'il est impossible de rédiger des contrats complets de long terme. Dès lors, il est impossible de prévoir un partage des « quasi-rentes » générées par les investissements spécifiques respectifs, et le premier qui rompt la relation peut priver l'autre contractant de la totalité de ses droits sur cette « quasi-rente ». Pour plus de précisions Cf. KLEIN B., CRAWFORD R.G. et ALCHIAN A. (1978), "Integration, appropriable rents, and the competitive contracting process", *Journal of law and economics*, XXI (2), pp. 297-236.

⁹ D'autant que ceux-ci sont de plus en mesure d'exiger des augmentations de salaire.

l'incertitude et le risque via un marché interne du travail¹, les salariés sont soumis au commandement des dirigeants de l'entreprise.

A l'opportunisme du aux asymétries informationnelles² dans le cadre du marché ou du contrat, la subordination oppose une asymétrie formelle du pouvoir dans le cadre d'une organisation hiérarchique.

D) Une rémunération fixe en échange du contrôle

Pour la NEI ou la TDP, Les problèmes liés à l'exécution du contrat de travail sont sensés être résolus par le contrôle assuré par la structure hiérarchique de l'entreprise ou la structure des droits de propriété. Pour faire face au problème du « passager clandestin » l'employeur va « superviser » le travail effectué par le salarié, la subordination de celui-ci étant compensée par une rémunération fixe le protégeant des aléas. L'incitation pour le salarié est double : d'une part son salaire fixe le prémuni de l'incertitude³ et d'autre part la menace de perdre un tel emploi le dissuade de frauder⁴. Par extension, d'éventuels problèmes de motivation des salariés peuvent encore être résolus par une rémunération fixe prenant la forme d'un « salaire d'efficience⁵ » supérieur au salaire « de marché »⁶.

¹ Les salariés subissent eux aussi un risque en raison de la difficulté de redéployer leur investissement hors de l'entreprise : en cas de licenciement, leur compétence spécialisée pour une entreprise particulière ne leur permettra pas de retrouver un emploi dans une autre entreprise.

² Et à la rationalité limitée des agents pour O. WILLIAMSON. Reprenant les conclusions de H. SIMON, WILLIAMSON se distingue en effet de la théorie néoclassique qui postule un agent parfaitement rationnel, pour adopter une l'hypothèse de rationalité limitée (*bounded rationality*). Celle-ci suppose que l'acteur économique a un comportement rationnel, mais que cette rationalité se limite à l'ensemble de choix que peut envisager l'entendement humain et que l'acteur va s'arrêter au premier choix qu'il jugera satisfaisant. L'hypothèse de rationalité limitée rend encore plus cruciale la problématique des asymétries d'information.

³ AZARIADIS C. (1975), "Implicit contracts and underemployment equilibria", *Journal of Political Economy*, vol. 83, n°6, pp. 1183-1202.

⁴ Sur ce dernier point voir SHAPIRO C. et STIGLITZ J.E. (1984), "Equilibrium unemployment as a worker discipline device", *American Economic Review*, Vol. 74, p. 433-444.

⁵ STIGLITZ J.E. (1987), « The causes and consequences of the dependence of quality on price », *Journal of economic literature*, n°25, p 1- 48.

⁶ Mais dans ce cas, le salarié peut être considéré comme bénéficiaire de l'asymétrie, puisqu'elle lui permet de bénéficier d'un surplus de rémunération.

1.1.4 - la théorie de l'agence : l'incitation par la rémunération variable individualisée

Là où les approches proposées par les TDP se concentraient sur la firme entrepreneuriale (confusion propriété/gestion), la théorie de l'agence postule la séparation de la propriété et du contrôle au sein des firmes. La théorie de l'agence analyse les problèmes de coordination au sein de la firme entendue comme un « nœud de contrats ». La firme est alors réduite à une série de contrats, écrits et non écrits, entre les détenteurs des facteurs de production et les clients. Dans ce cadre, la relation contractuelle prioritaire est celle passée entre les managers et les actionnaires de la firme.

Fondamentalement, chaque relation contractuelle est réductible à une relation d'agence où « une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter pour son compte une tâche quelconque qui implique la délégation d'un certain pouvoir à l'agent¹ ». Bien entendu, compte tenu des asymétries informationnelles, l'agent peut ne pas agir dans l'intérêt du principal. Pour réduire ce risque d'opportunisme, le principal doit s'acquitter de « coûts d'agence », au premier rang desquels figurent les « dépenses de surveillance et d'incitation² » pour orienter le comportement de l'agent dans un sens favorable au principal.

Le but premier de la théorie de l'agence est de sécuriser l'investissement des actionnaires : en effet, ceux-ci sont considérés comme les parties prenantes qui assument le risque le plus important, tandis que les salariés (dirigeant ou non) bénéficient d'un revenu stable (le salaire, idéalement fixé au niveau de leur productivité) et ne peuvent pas être dépossédés de leur actif humain. Afin de sécuriser leurs investissements, c'est à dire de garantir un bénéfice résiduel maximal, les actionnaires sont ainsi naturellement conduits à prendre des décisions efficaces pour l'avenir de la firme. La minimisation des coûts d'agence passe alors par la concentration des droits de contrôle résiduels entre les mains des seuls actionnaires.

¹ JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1976), "theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure", *Journal of financial economics*, vol. 3, n° 4, p. 308.

² Auxquels s'ajoutent les « coûts d'obligation » (supportés par l'agent) et la « perte résiduelle » (que subit nécessairement le principal par rapport à une situation où tout opportunisme serait absent). JENSEN M.C. et MECKLING W.H., op. cit. p.308.

Lorsqu'il existe un actionnaire majoritaire, le contrôle des dirigeants peut se faire principalement via la surveillance du conseil d'administration¹. En revanche, en présence d'un actionnariat dispersé, n'ayant ni la motivation, ni la capacité d'exercer une surveillance étroite des dirigeants, la distribution d'actions aux cadres dirigeants constitue un moyen de les inciter à adopter des comportements conformes à l'intérêt économique des détenteurs d'actions². La rémunération variable individualisée, y compris l'actionnariat, est ainsi posée comme une solution aux problèmes d'agence entre dirigeants et propriétaires³.

Les autres salariés sont considérés comme les « agents » de la firme (« principal ») et sont donc soumis au contrôle des dirigeants sensés agir au nom et dans l'intérêt des actionnaires. Normalement ils doivent être rémunérés par un salaire fixe dépendant des conditions de marché. Cependant, lorsque la surveillance est coûteuse ou difficile à mettre en oeuvre, il peut être préférable pour l'entreprise d'instaurer un système de rémunération incitatif. Ainsi Eugène FAMA considère-t-il que la rémunération des salariés non dirigeants doit être constituée d'un salaire horaire éventuellement complété par un salaire aux pièces⁴. Dans ce cas, le salarié est rémunéré à sa productivité⁵ ce qui l'incite non seulement à ne pas resquiller, mais aussi à augmenter ses efforts. Cette solution est également proposée par la théorie de la *New economics of personnel* qui estime que le contrat de travail peut prévoir, en complément ou en lieu et

¹ A ce titre, certains auteurs estiment que la théorie de l'agence réduit le CA à une fonction du purement disciplinaire. (CHARREAUX G. (2000), « le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, n°127, pp. 6-17).

² TREMBLAY M. et CHENEVERT D. (2004), « Rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des cadres supérieurs : une étude internationale », *congrès association francophone de gestion des ressources humaines*, 18 p.

³ JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1990), "Performance pay and top-management", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, n° 2, pp. 225-264.

⁴ FAMA E.F. (1991), "Time, salary, and incentives payoffs in labor contracts", *Journal of Labor Economics*, Vol. 9, n° 1, pp. 25-44.

⁵ C'est pourquoi certains auteurs estiment que la relation salariale est alors pratiquement équivalente à un échange marchand standard, puisque les salariés de la firme seraient payés à leur contribution comme dans un système d'allocation marchande (cf. LAZEAR E.P., op. cit., p 341). Dès lors, l'existence du salaire à la pièce prouverait la porosité très forte existant entre marché et firme, cette dernière n'étant qu'un raccourci pour décrire certaines formes d'arrangements contractuels différents de ceux élaborés par sur le marché (CHEUNG S. (1983), "the contractual nature of the firm", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, n° 1, pp. 1-21). Néanmoins d'autres auteurs estiment que le système de salaire à la pièce peut aussi constituer un outil de contrôle des salariés (STIGLITZ J.E. (1975), "incentives, risk, and information : notes toward a theory of hierarchy", *The Bell journal of economics*, Vol. 6, n° 2, pp. 552-579) et que, plus largement, le développement récent des modes de gestion des salariés, au premier rang desquels la rémunération à la performance, « ne remettent pas en cause la firme dans ce qui la distingue du marché : la relation d'autorité. Ils contribuent plutôt à asseoir l'autorité de l'employeur sur ses salariés » (DUBRION B. (2003), « les effets des dispositifs de gestion des salariés sur l'organisation interne de la firme : une interprétation coasienne », *Economie Appliquée*, Tome LVI, n°1, p. 125).

place d'un salaire fixe, un salaire à la performance dont le modèle canonique est le salaire à la pièce¹.

Selon la théorie de l'agence, les salariés doivent donc simplement être rémunérés au niveau de leur productivité marginale sous le contrôle des dirigeants au service des actionnaires. En cas de « coût d'agence » du contrôle trop élevé, cette rémunération fixe peut être complétée par une rémunération variable mais qui doit toujours être liée aux performances individuelles.

Malgré leurs nuances, ces théories accordent la primauté au contrôle ou à la rémunération individualisée comme solution à l'incomplétude contractuelle. La rémunération collective, variable et différée, sous forme d'actionnariat ou de partage des profits, n'est généralement pas considérée comme une réponse appropriée aux problèmes de coordination intra firme. Pire encore, elle peut être une source de désincitation et aboutir à une situation sous optimale.

Sous-section 1.2 - Les théories de la valeur actionnariale : l'épargne salariale, source de désincitation

Pour les théories précédentes, la solution au problème d'incomplétude du contrat de travail réside dans le contrôle et/ou la rémunération à la performance du salarié. Tous ces courants, malgré leurs approches variées de la firme, partagent la même vision d'une firme au service de la « valeur actionnariale² », dans laquelle les dirigeants et les salariés sont au service exclusif des actionnaires. De cela découle que la firme doit être gérée dans le seul objectif de « créer de la valeur actionnariale³ ». Pour ces théories, l'épargne salariale, entendue comme un partage des profits ou de l'actionnariat salarié, ne constitue généralement pas une rémunération incitative efficace dans le cadre d'une gouvernance d'entreprise dédié à la valeur actionnariale. Plus encore, l'épargne salariale est une entorse aux fondements même de cette organisation, puisqu'elle vise à partager le revenu de la propriété (partage du profit) ou la propriété elle même (actionnariat des

¹ Cf. LAZEAR E.P. (1984) "incentives and wage rigidity", American economic review, Vol. 71, n° 2, pp. 606-620.

² Sur ce point voir REBERIOUX A. (2005), « les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale : une revue critique de la littérature », *Revue Economique*, vol. 56, n° 1, pp. 51-76.

³ Nous reviendrons plus en détail sur ce point dans la deuxième partie de ce travail.

salariés). Elle ne peut que provoquer un affaiblissement des incitations à la gestion efficace de l'entreprise, et conduire alors à une situation sous optimale.

1.2.1 - Une incitation contradictoire avec les incitations liées aux droits résiduels.

Pour ALCHIAN et DEMSETZ¹, l'existence d'un système de partage des profits ou d'actionnariat salarié va inciter les salariés à « tirer au flanc » et conduire à une situation sous optimale pour l'ensemble des parties prenantes à la firme. En effet, l'instauration de dispositifs d'épargne salariale est en contradiction avec les principes mêmes de la firme qui font du « superviseur » (*monitor*) le propriétaire et créancier résiduel exclusif des actifs de la firme.

La participation financière induit en effet un partage des droits de propriété, en particulier du droit au bénéfice résiduel, mais aussi du droit de contrôle résiduel lorsqu'elle implique une participation des salariés aux décisions². Dès lors, l'introduction d'un système de partage des profits va replonger la firme dans le problème de la non séparabilité des *outputs* et donc du resquillage (*shirking*). Le « superviseur » étant désormais obligé de partager le profit avec les autres membres de l'équipe, il perd sa principale incitation à surveiller les autres membres ; de même, le partage du pouvoir de contrôle ne lui permet plus de sanctionner aussi facilement les agents fraudeurs³. Les pertes résultant du « tirage au flanc » du moniteur central vont augmenter et excéderont les gains provenant d'un éventuel accroissement des incitations des autres membres de l'équipe à ne pas tirer au flanc⁴.

¹ ALCHIAN A. et DEMSETZ H. (1972), *op.cit.*

² PEROTIN V. et A. ROBINSON (2003) « Participation aux bénéfices et actionnariat salarié : les éléments du débat », *Document de travail du Parlement européen*, Série affaires sociales SOCI 109 FR, p. 5. Pour un approfondissement voir BEN-NER A. et JONES D.C. (1995), "employee participation, ownership and productivity : a theoretical framework", *Industrial relations*, Vol. 34, n° 4, pp. 532-554.

³ En particulier dans le cas d'un actionnariat salarié.

⁴ Ce que les auteurs admettent pour les petites équipes de travail, où le partage des profits peut conduire à l'autodiscipline et à un contrôle réciproque des apporteurs de capitaux (*ibid.* p 786).

Car, si le partage des profits ou l'actionnariat des salariés conduit à réduire l'efficacité du contrôle du superviseur, rien ne garantit qu'il incite les salariés à renoncer à l'opportunisme et à se contrôler mutuellement.

1.2.2 - Une incitation collective inefficace

Au delà de la « désincitation » du superviseur, le partage des profits perd pratiquement tout ses effets incitatifs sur les salariés lorsque l'entreprise ou le groupe de travail dépasse une certaine taille. Ce phénomène de *free riding* formalisé par B. HOLMSTROM¹ comme le problème du « 1/N » signifie que dans le cas de non séparabilité des *outputs*, l'incitation individuelle fournie par le partage des profits à chaque agent diminue d'autant que le nombre de bénéficiaires (N) est important². Plus la taille de l'entreprise est importante, plus les salariés rémunérés sous forme de partage des profits sont incités à adopter des comportements de passagers clandestins. Ainsi, à l'exception de certaines petites structures, le problème du 1/N disqualifie le partage des profits ou l'actionnariat salarié comme mécanisme incitatif. Oliver WILLIAMSON³ est lui aussi sur des positions analogues : en raison du risque de passager clandestin, lié à l'indexation des rémunérations sur l'*output* collectif, le partage des profits⁴ ne constitue pas une incitation efficace pour accroître l'intensité du travail fourni par le salarié⁵.

Dans la même logique, M. JENSEN et W. MECKLING⁶ considèrent que l'introduction d'un dispositif d'épargne salariale peut échouer à inciter les salariés à accroître leur effort ou à révéler

¹ HOLMSTROM B. (1982), "Moral hazard in team", *Bell Journal of Economics*, vol. 13, pp. 324-340.

² Cet affaiblissement de l'incitation du partage des profits proportionnel au nombre de salariés avait été mis en évidence de longue date. Voir par exemple ALDRICH R. (1887), "Some objections to profit-sharing", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 1, n° 2, pp. 232-242, ou encore LOVEJOY A.O. (1921), op. cit., p.248.

³ WILLIAMSON O. (1980), "The organization of work : a comparative institutional assessment", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, pp. 5-38.

⁴ En fait WILLIAMSON parle plus précisément « groupe de pairs » (*peer group*) qui caractérise une organisation où la propriété des moyens de production est collective et dont les membres sont rémunérés sur la base de la moyenne atteinte par l'*output* collectif. Sur ce dernier point WILLIAMSON précise qu'un tel cas de figure se présente dès que la rémunération n'est plus liée à la productivité marginale individuelle (op.cit p. 16).

⁵ Cependant, WILLIAMSON reconnaît que le problème de passager clandestin peut être limité par la pression exercée par les pairs (on retrouvera cette proposition chez d'autres auteurs plus favorable au partage des profits – voir Sous-Section 1.3. du présent chapitre). Par ailleurs, s'il affirme la supériorité de la relation d'autorité sur les autres modes d'organisation du travail, il considère que le groupe de pair constitue le second mode de coordination efficace (ibid. p. 29).

⁶ JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1979), "Rights and production functions: an application to labor managed firms and codetermination", *Journal of business*, Vol. 52, n°4, pp. 469-506.

certaines informations puisque le principe du partage des profits veut que chaque salarié reçoive une prime équivalente. Or, il risque d'émerger un conflit entre les salariés présents depuis un certain temps dans l'entreprise et les nouveaux embauchés : En bénéficiant du même droit résiduel sur les *cash flow* de la firme, les nouveaux salariés bénéficient des investissements consentis par les salariés plus anciens, tandis que ces derniers se voient alors lésés dans le partage du profit. Cette situation peut encourager les salariés à sous investir et porter préjudice à l'entreprise¹.

Par ailleurs, dans le cadre d'une société par actions, les gains de productivité réalisés par les salariés ne leur reviennent pas entièrement mais sont partagés avec les actionnaires de la firme, ce qui selon DOENBERG et MARCY² réduit encore l'effet incitatif du partage des profits ou de l'actionnariat des salariés. Qui plus est, l'indexation de la rémunération sur des indicateurs de rentabilité est considérée comme peu efficace en terme d'incitation car constituant une variable trop « éloignée » de l'activité des salariés³ : en effet les actions individuelles d'un salarié (non cadre dirigeant) ne peuvent affecter que très marginalement l'évolution de la rentabilité ou des cours boursiers, de même que ces variables dépendent souvent de variables exogènes à l'entreprise (conditions de marché).

Par ailleurs, dans le cas de l'actionnariat des salariés, ces derniers sont susceptibles d'obtenir un pouvoir de contrôle décisif sur la politique d'investissement de la firme (par le droit de vote que leur octroie leur statut d'actionnaire).

¹ Ibid. pp. 484-485. Cette analyse est finalement un renouvellement en dynamique du problème du « 1/N » formulé par Bengt HOLMSTROM. Les auteurs reconnaissent cependant que ce problème peut ne pas avoir lieu si l'embauche de nouveaux salariés permet un accroissement notable du *cash flow* par tête. James MEADE a proposé une solution à ce problème par l'instauration d'un dispositif discriminant de partage des profits et d'actionnariat salarié, octroyant moins de droits résiduels aux travailleurs récemment embauchés. Cette « solution » peut se retrouver en partie dans les dispositifs français de participation ou d'intéressement qui laissent la possibilité de négocier des primes individuelles identiques pour tout le personnel, ou bien, proportionnelles au salaire et/ou à la présence dans l'entreprise. Qui plus est, l'accès aux différents dispositifs d'épargne salariale peut être conditionnée par une durée de présence minimum dans l'entreprise (qui ne peut légalement excéder trois mois). Ainsi en 2003, seuls 1,8 % des accords de participation et 3,3 % des accords d'intéressement signés en 2003 prévoyaient une répartition uniforme des primes de partage des profits (CONSEIL SUPERIEUR DE LA PARTICIPATION (2005), *op.cit.*, p. 30 et 41).

² DOENBERG R.L. et MARCY J. R. (1986), "ESOPs and economic distortion", *Harvard Journal on Legislation*, pp. 104-159.

³ C'est le motif invoqué par P. SAMUELSON pour s'opposer à l'actionnariat salarié (SAMUELSON P. (1989), « The ESOP Hoax », *Washington post*, 31 mai).

1.2.3 - L'actionnariat salarié : source de divergences d'intérêt dans le contrôle de la firme

L'actionnariat salarié pose des problèmes parce que les salariés, considérés comme des investisseurs internes, présentent un profil économique différent de celui des actionnaires, investisseurs externes. Tout d'abord en raison de la non diversification de leur portefeuille d'actifs¹, les salariés ont une plus grande aversion pour le risque. Ensuite, les salariés n'ont pas non plus le même horizon temporel que les actionnaires externes puisque leur intérêt au développement de l'entreprise coïncide uniquement avec la durée de leur emploi².

S'ils sont associés au contrôle formel de l'entreprise, les salariés sont donc susceptibles d'adopter des décisions d'investissements principalement motivées par des considérations de limitation du risque ou par une vision court-termiste, au détriment de la sauvegarde des intérêts des actionnaires (et de l'entreprise) sur le long terme³. Enfin, les salariés pouvant être motivés par des gains non pécuniaires, ils peuvent se coaliser avec les dirigeants de l'entreprise dans le cadre d'une stratégie d'enracinement⁴, afin de faire échec au contrôle des actionnaires externes.

1.2.4 - Un système purement redistributif sans effet incitatif

En fait, pour G. BAKER, M. JENSEN et K. MURPHY⁵, la participation financière est mise en place parce qu'elle permet d'accroître le niveau de rémunération des salariés (au détriment des actionnaires) et qu'elle ne nécessite pas l'élaboration de délicats indicateurs de productivité par le management. Les dirigeants choisissent donc ce mode rémunération sous optimal, précisément

¹ En effet, leur « capital humain » (i.e. emploi) et leur épargne sont alors concentrés dans la même entreprise.

² JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1979), op.cit.

³ Comme le note Antoine REBERIOUX, l'hypothèse d'un attachement plus fort des actionnaires à une firme particulière par rapport aux salariés peut évidemment être inversé. En effet, certains investisseurs institutionnels peuvent se retirer très facilement d'une entreprise, et réinvestir sans perte dans une nouvelle entreprise. En revanche, les salariés constituant un facteur beaucoup moins mobile que le capital financier, sont donc beaucoup plus dépendant de leur entreprise, et à ce titre d'avantage susceptible de s'investir dans une relation de long terme. Sur le différentiel de mobilité des facteurs de production voir COLLETIS G. (2004), « Evolution du rapport salarial, financiarisation et mondialisation », *Cahiers du GRES*, n° 2004-15, 40 p.).

⁴ Ce dernier point, fondamental, sera abordé plus en détail dans le quatrième chapitre.

⁵ BAKER G.P., JENSEN M.C. et MURPHY K.J. (1988), "compensation and incentives: practices vs theory", *The Journal of Finance*, Vol. 43, n° 3, pp. 593-616.

lorsqu'ils ne sont pas incités par un système de rémunération adéquat à maximiser l'intérêt des actionnaires. C'est pourquoi la théorie de l'agence encourage les dispositifs individualisés de participation financière tel que les Plans d'Options sur Actions (POA – *stock options*) mais ne voit aucune justification à la généralisation de tels dispositifs à l'ensemble des salariés via des mécanismes collectifs comme le partage des profits ou l'actionnariat des salariés¹.

Dés lors, pour A. ALCHIAN l'épargne salariale ne peut être considérée que comme un « dispositif purement redistributif » de « confiscation de la richesse » au profit des salariés et sans aucun effet incitatif². D'ailleurs, pour ces auteurs, la preuve ultime de l'inefficience des dispositifs de participation financière tient dans leur faible développement dans les pays capitalistes : Lorsqu'elles ne sont pas rendues obligatoires ou subventionnées par les pouvoirs publics, ces formes d'organisations demeurent marginales.

Sous-section 1.3 - L'incitation à la coopération de l'épargne salariale

A l'opposé des théories de la « valeur actionnariale », certains auteurs considèrent que l'épargne salariale peut constituer un mode alternatif de rémunération incitative susceptible de réduire les risques inhérents à l'incomplétude contractuelle. En effet, les rémunérations variables individuelles présentent un certain nombre de limites en tant qu'incitation en particulier en raison du caractère collectif de la production. En revanche, en tant que rémunération collective variable, le partage des profits peut engendrer des comportements coopératifs qui limitent le risque d'aléa moral. De même que l'anti-sélection peut se voir déjouer car l'introduction d'un dispositif d'intéressement ou d'actionnariat peut pousser les salariés à révéler certaines informations sur leur productivité. Enfin, en tant que rémunération différée, l'épargne salariale peut contribuer à fidéliser les salariés et limiter les risques de *hold-up*.

¹ MURPHY K. (2003), "Stock-based pay in new economy firm", *Journal of accounting and Economics*, vol. 34, pp. 129-147.

² "a purely distributive "wealth confiscation scheme" without incentive effect " in ALCHIAN A. (1984), "Specificity, specialization and coalitions", *Zeitschrift für die gesamte staatswissenschaft*, Vol. 97, p. 46. Bien que dans leur article de 1972, ALCHIAN et DEMSETZ ne soient pas des opposants farouches au principe du partage du profit, il semble qu'ils aient "durci" leur position (cf. article de 1979), vraisemblablement par crainte que le Partage des profits ne légitime l'autogestion dont les promoteurs - en particuliers les économistes radicaux - étaient alors particulièrement actifs pour contester la hiérarchie d'entreprise (sur cette question voir TINEL B. (2002), "Hiérarchie et pouvoir en microéconomie : histoire d'un dialogue houleux", *Economies & Sociétés, Histoire de la Pensée Economique*, PE 32, XXXVI (11-12), pp. 1789-1821).

1.3.1 - L'inobservabilité des outputs : la mise en échec des incitations individuelles

Les solutions reposant sur le contrôle et/ou la rémunération variable individuelle ne sont envisageables que si le comportement et/ou la production individuelle du salarié sont observables par le « superviseur » et/ou par un tiers. Dans le cas contraire, l'inobservabilité liée à la « non séparabilité » des *outputs* rend problématique la conclusion de tels contrats¹. D'ailleurs, en présence d'asymétrie d'information sur le niveau d'effort requis, les salariés sont en position de force face à l'employeur pour fixer la rémunération unitaire, notamment parce qu'ils peuvent collectivement se concerter pour réduire leurs efforts². Plus largement lorsque la production est le fruit d'une interdépendance poussée des contributions individuelles on ne peut observer que le résultat collectif, ce qui ne permet pas d'instaurer une rémunération individuelle à la performance et peut inciter certains salariés à tirer au flanc. Enfin, même dans le cas où une surveillance accrue permettrait d'instaurer finalement un salaire individuel au rendement, les coûts de surveillance pourraient être particulièrement prohibitifs.

Par ailleurs, l'indexation de la rémunération sur un indicateur d'output restreint peut engendrer des effets pervers. Par exemple, dans le cadre d'un salaire à la pièce, le salarié peut être incité à privilégier la quantité produite au détriment de la qualité³. Plus largement, comme le montre Candice PRENDERGAST⁴, en raison de la multiplicité des tâches, il est très délicat de trouver des indicateurs d'*output* fiables. Si l'employeur indexe la rémunération du salarié sur tous les signaux observables à sa disposition, il risque d'inciter involontairement le salarié à ne produire un effort que dans les activités donnant lieu à un signal observable. Or, celles-ci ne sont pas forcément celles qui assurent la maximisation du profit de l'entreprise.

¹ LAZEAR E.P. (1986), "salaries and piece rates", *the journal of business*, Vol. 59, n° 3, p. 405-431

² LEVINE D. (1991), "piece rates, output restriction, and conformism", *Journal of economic psychology*, Vol. 13, n° 3, pp. 473-489.

³ Cf. STIGLITZ J.E. (1975), *op.cit.*

⁴ PRENDERGAST C. (1999), "the provision of incentives in firms", *Journal of Economic Literature*, vol. 37, pp. 7-63.

En revanche, la participation collective aux bénéfices ou au capital de la firme peut se révéler une forme de rémunération plus appropriée, les résultats agrégés de la firme étant difficilement manipulables par les diverses parties et constituant un indicateur fiable et non conflictuel de la performance¹.

1.3.2 - L'épargne salariale comme incitation au contrôle mutuel et à la coopération des salariés.

Certains auteurs s'appuient sur les limites des modes de rémunération individuels pour mettre en avant les effets positifs des dispositifs d'épargne salariale sur le comportement des salariés. En particulier, en présence d'une situation où les *outputs* sont difficiles ou coûteux à observer, la rémunération des salariés sous forme d'un partage des profits peut constituer une solution efficace². L'épargne salariale peut en effet développer le contrôle mutuel et la coopération des salariés, en particulier dans le cadre d'une « horizontalisation » de l'organisation du travail.

A) Les comportements coopératifs : une réponse au problème du passager clandestin

Le principal défi lancé aux promoteurs de la participation financière des salariés comme dispositif incitatif, est celui du comportement opportuniste de « passager clandestin » symbolisé par le problème du « 1/N ».

Pour FITZROY et KRAFT³, les analyses traditionnelles de la participation financière réfutent tout effet incitatif individuel car elles omettent de s'intéresser aux comportements collectifs qui

¹ KRAFT K. et UGARKOVIC M. (2005), the output, employment and productivity effects of profit sharing : a matching approach, *working paper*, 35 p.

² Sur ce point voir : MARKUSEN J.E. (1976), "Profit-sharing, labour effort and optimal distributive shares", *Economica*, Vol. 43, n° 172, pp. 405-410 ; MARKUSEN J.E. (1979), "Personal and job characteristics as determinants of employee-firm contract structure", *The quarterly journal of economics*, Vol. 93, n° 2, pp. 255-279.

³ FITZROY F.R. et KRAFT K. (1986), "profitability and profit-sharing", *the journal of industrial economics*, Vol. 35, n° 2, pp. 113-130. FITZROY F.R. et KRAFT K. (1987), cooperation, productivity, and profit sharing", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, No. 1, pp. 23-35

sont susceptibles d'émerger de cette forme de rémunération¹. En effet, la participation financière en tant qu'incitation collective implique que les actions individuelles imposent des externalités aux autres membres du groupe. Ainsi, le problème du « 1/N » est assimilable au dilemme du prisonnier en théorie des jeux : bien que tous les salariés puissent voir leur rémunération s'accroître si tous augmentent leur effort, des salariés auront toujours intérêt à frauder. En d'autres termes, dans le cadre d'un équilibre de Nash statique, la participation financière n'aura pas forcément d'effet incitatif sur les salariés. En revanche lorsque l'on se place dans la perspective de jeux répétés (i.e. une relation salariale de long terme) la solution rationnelle peut alors être une coopération des salariés pour internaliser ces externalités².

Car, dans ce cas, la participation financière incite les salariés à adopter des comportements collectifs coopératifs, même dans le cas d'une faible distribution du profit à un grand nombre de salariés³. En effet, la participation financière va accroître indirectement l'incitation individuelle de chaque salarié à coopérer plus activement avec les autres salariés, en s'entraidant ou en échangeant davantage d'informations⁴.

Par ailleurs, l'introduction de la participation financière peut constituer un moyen de lutter contre les formes de collusions des salariés orientées contre les intérêts de l'entreprise⁵, en particulier via la réduction de l'effort. Ces stratégies de réduction de l'effort peuvent être passives, lorsqu'elles consistent en une minimisation de l'effort, ou actives lorsque les salariés peuvent « déployer des efforts négatifs pour l'entreprise qui prennent la forme de sabotage ou de destruction⁶ ». De telles stratégies collectives⁷ sont souvent présentes dans les entreprises où

¹ Pour une synthèse formalisée des comportements coopératifs sous un régime de partage des profits voir RICHARD S. (2001), « le partage du profit comme outil de régulation des comportements d'effort des salariés », communication aux XIèmes journées du SESAME, 27 p.

² WEITZMAN M.L. et KRUSE D.L. (1993), "Profit sharing and productivity", In BLINDER A.S., *Paying for productivity a look at the evidence*, The Brookings Institution, pp. 95-141.

³ FITZROY F.R. et KRAFT K. (1986), op.cit., p. 116.

⁴ DRAGO R. et GARVEY G.T. (1998), "Incentives for Helping on the Job: Theory and Evidence", *Journal of Labor Economics*, vol 16, pp. 1-25. Plus généralement l'introduction d'une rémunération à la performance peut avoir des effets positifs sur la productivité de salariés non pas en raison de l'incitation monétaire qu'elle fournit, mais parce qu'elle permet une meilleure diffusion de l'information dans l'entreprise, telle que la fixation d'objectifs précis.

⁵ Sur ce point voir GORDON D., EDWARD R. et REICH M. (1982), *segmented work, divided workers*, Cambridge University press.

⁶ BERTHE B. (2004), *l'effort au travail : analyse d'un concept économique*, Presses Universitaires de Rennes, p. 128.

⁷ LEVINE D. (1991), "piece rates, output restriction, and conformism", *Journal of economic psychology*, Vol. 13, n° 3, pp. 473-489.

domine le travail en équipe et sont généralement difficiles à détecter par la direction tandis que les formes traditionnelles de rémunération individuelles à la performance ne parviennent pas à les décourager¹. Pour FITZROY et KRAFT ces formes de collusions, préjudiciables à la productivité émergent précisément lorsque la direction est soupçonnée de s'approprier la plus grande part des gains de productivité. Elles constituent un moyen pour les salariés de récupérer une partie du surplus sous une forme non monétaire². La participation financière garantissant une part du surplus aux salariés, elle permet alors de les inciter à orienter « positivement » leur coopération vers l'accroissement de la productivité et de la profitabilité.

B) L'incitation au contrôle mutuel

En fait, la « solution » collective au problème du passager clandestin va reposer sur l'attitude du groupe de travail en tant que sanction. Comme l'ont montré KANDEL et LEAZEAR³, la pression que le collectif de travail (« les pairs ») est susceptible d'exercer sur un salarié, par exemple en l'ostracisant si son attitude fait baisser la rémunération de tous les membres du groupe, vont l'inciter à ne pas frauder. Cette pression exercée par des pairs (*peer pressure*) peut ainsi substituer efficacement à la hiérarchie, un contrôle horizontal (*horizontal monitoring*)⁴. Dans une étude récente⁵, R. FREEMAN, D. KRUSE et J. BLASI, montrent qu'aux Etats-Unis, l'émergence du contrôle mutuel est positivement associée à l'existence de dispositifs de participation financière et de participation aux décisions.

¹ Dans le système du salaire aux pièces, si les inputs ne sont pas observables, les salariés peuvent en effet se concerter pour « exagérer » les difficultés de production dans le but d'obtenir un prix unitaire plus favorable. (STIGLITZ J.E. (1975), op.cit. p.558).

² FITZROY F.R. et KRAFT K. (1987), "cooperation, productivity and profit sharing", op.cit. p.26.

³ KANDEL E. et LAZEAR E.P. (1992), "peer pressure and partnerships", The Journal of political economy, Vol. 100, N°4, pp. 801-817. Pour une revue se reporter à : MASCLET D. (2003), « l'analyse de l'influence de la pression des pairs dans les équipes de travail », CIRANO - Série scientifique, n° 35, 27 p.

⁴ Par extension, ce modèle peut impliquer que les salariés puissent se coordonner efficacement en l'absence même de contrôle ou d'incitation venant d'une hiérarchie d'entreprise (MINKLER L. (2002), "Shirking and motivation in firm : survey evidence on worker attitudes", University of Connecticut, Department of economics working paper series, n° 37, 11 p.). En d'autres termes, la remise en cause de la concentration de la fonction de *monitoring* entre les mains de la hiérarchie peut constituer une incitation aux autres salariés pour assumer eux même cette fonction (HUDDART S. et JINGHONG LIANG P. (2005), "Profit sharing and monitoring in partnerships", Journal of accounting & economics, Vol. 40, n° 1-3 ; pp. 153-187).

⁵ FREEMAN R.B., KRUSE D. et BLASI J. (2004), "Monitoring colleague at work: profit sharing, employee ownership, broad-based stock -options and workplace performance in the United States", CEP Discussion paper, N° 647, London School of Economics, 35 p.

Cependant, la présence d'un dispositif de partage des profits ne garantit pas que de tels comportements collectifs émergeront¹. En effet, G. BAKER, M. JENSEN et K. MURPHY² estiment que le contrôle mutuel (*mutual monitoring*) ne résout pas le problème du passager clandestin ; il entraîne au contraire un problème de « sur-contrôle » (*over-monitoring problem*)³ qui émerge lorsque les salariés passent leur temps à contrôler les autres salariés plutôt que de travailler : un comportement de resquillage sera ainsi épié et dénoncé par plusieurs salariés, rendant alors le contrôle plus coûteux que dans une organisation classique où le pouvoir de contrôle est centralisé.

Pire encore, les sanctions sociales dérivées du contrôle mutuel peuvent dans certains cas constituer une source de désutilité pour les salariés et remettre en cause l'incitation à coopérer induite par la participation financière⁴. D'ailleurs, l'introduction d'un système de partage des profit peut relancer le conflit entre la direction et les salariés les moins productifs, ceux-ci ne pouvant pas atteindre le niveau de productivité induite par la coopération et contrôle mutuel⁵.

Finalement, les ressorts de l'adoption par les salariés d'une attitude coopérative dépassent la simple incitation fournie par la prime de partage des profits et dépendent plus largement de l'organisation interne de chaque entreprise. Ainsi, selon S. BOWLES et H. GINTIS⁶, la coopération via le contrôle mutuel est surtout motivée par des ressorts non monétaires tels que certaines « normes » existant au sein des collectifs de travail ou encore le principe de réciprocité. Les formes d'organisation du travail reposant sur le contrôle mutuel se sont par ailleurs largement développées dans les entreprises depuis les années quatre-vingt. Le sociologue

¹ Ainsi, lorsque les salariés sont soumis par l'entreprise à une rémunération collective à la performance, celle-ci semble moins efficace que lorsque ce mode de rémunération est volontairement choisi par les employés (KESER C. et MONTMARQUETTE C. (2004), "Voluntary teaming and effort", *CIRANO - Série scientifique*, n° 49, 47 p).

² BAKER G.P., JENSEN M.C. et MURPHY K.J. (1988), op. cit.

³ Ibid., p. 606.

⁴ Cette situation dépendant notamment de l'état des relations « sociales » entre les salariés avant l'introduction de la participation financière (HEYWOOD J.S., JIRJAHN U. et TSERTSVAZDE G. (2005), "Getting along with colleagues – does profit sharing help or hurt ?", *KYKLOS*, Vol. 58, n° 4, pp. 557-573).

⁵ HEYWOOD J.S., JIRJAHN U. et TSERTSVAZDE G (2005), "Does profit sharing reduce conflict with de boss ? Evidence from Germany", *International Economic Journal*, Vol. 19, n° 2, pp. 235-250.

⁶ BOWLES S. et GINTIS H. (1998), "Mutual Monitoring in Teams: The Effects of Residual Claimancy and Reciprocity", *Working Paper*, University of Massachusetts, Amherst.

Jean-Pierre DURAND¹ montre que la généralisation de l'organisation du travail en flux tendu s'appuie précisément sur les collectifs de travail (« *teamwork* » dans l'industrie ou « *groupware* » dans les hautes technologies) et entraîne d'ores et déjà une « implication contrainte » et une « autonomie contrôlée » des salariés en raison des effets conjugués de la pression des « flux » (contrainte externe) et des « pairs ». On retrouve alors précisément les comportements coopératifs décrits par FITZROY et KRAFT, et ce en l'absence même de dispositif d'épargne salariale, les conflits internes à l'entreprise étant tempérés par les contraintes externes communes aux salariés et dirigeants².

L'instauration d'un dispositif collectif de rémunération basé sur le partage des profits peut susciter des comportements collectifs orientés vers une coopération accrue, source de gains de productivité. Pour autant, l'émergence de tels comportements coopératifs ne semble pas être garantie par la seule incitation monétaire du partage des profits, mais semble dépendre plus largement des relations sociales préexistantes entre les salariés et la direction ou de l'organisation du travail au sein de la firme. En particulier, il peut ne pas y avoir un effet positif global sur la productivité, mais une simple redistribution de la productivité entre les salariés. Dans ce cas, l'incitation à l'effort de la participation financière est négligeable, mais il peut y avoir une incitation pour sélectionner et trier les salariés.

1.3.3 - Une incitation à l'auto sélection des salariés les plus productifs

L'épargne salariale ne permet pas seulement de réduire le risque de hasard moral ; elle peut aussi réduire le risque d'anti-sélection. E. LAZEAR³ a montré qu'en présence d'une certaine hétérogénéité des salariés en terme de productivité, les rémunérations variables sont mises en place non pas prioritairement pour inciter les salariés à l'effort mais pour permettre à l'entreprise d'obtenir une information sur leur productivité. Cette information permet à l'entreprise

¹ DURAND J-P. (2004), *La chaîne invisible. Travailler aujourd'hui : flux tendu et servitude volontaire*. Paris, Editions du Seuil, 390 p. Et DURAND J.-P. et Le FLOCH M.-C. (coord.) (2006), *Le Consentement au travail. De la servitude volontaire à l'implication contrainte*, L'Harmattan, 318 p.

² LINHART D. (2003), « le contentieux inépuisable de la mise au travail », *IXèmes journées de sociologie du travail*, Paris, 27 et 28 novembre, 7 p.

³ LAZEAR E.P. (2000), "The future of Personnel economics", *The Economic Journal*, Vol. 110, n° 467, pp. 611-639.

d'accroître la productivité globale en se séparant des employés les moins productifs et en attirant des salariés plus productifs.

En effet, E. LAZEAR considère qu'en présence d'un système de rémunération fixe, l'entreprise établit une norme de productivité en dessous laquelle les salariés ne doivent pas descendre sous peine de licenciement. Cependant cette solution est sous optimale puisque la norme de productivité ne peut pas être plus élevée que celle que les travailleurs les moins productifs sont susceptibles d'atteindre. L'introduction d'un système de rémunération variable (individualisée) permet aux salariés les plus productifs d'accroître leurs efforts – puisqu'ils bénéficieront d'une rémunération plus importante. En revanche, les salariés les moins productifs qui ne peuvent pas nécessairement s'adapter à la nouvelle norme de productivité verront leur rémunération baisser ; ils pourront rester dans l'entreprise s'ils acceptent ce niveau de rémunération ou bien ils seront incités à démissionner. Ce modèle est aussi un moyen de limiter le risque de sélection adverse à l'embauche, puisqu'un salarié qui sait qu'il ne sera pas capable de maximiser l'output auquel sa rémunération est liée refusera de contracter avec l'entreprise¹.

Appliqué à une rémunération variable collective comme l'intéressement, ce modèle peut aboutir à un résultat similaire. Les salariés les moins productifs faisant baisser l'output collectif, ils auront tendance à être ostracisés ou dénoncés à la direction par leurs « pairs » plus productifs, ce qui entraînera leur démission ou leur licenciement. Ce mécanisme de sélection s'appliquerait ainsi dans les cabinets de professions libérales, où l'output collectif dépendant des compétences des associés, l'existence d'un partage des profits permettrait effectivement de sélectionner les travailleurs les plus aptes². Ainsi, l'introduction d'un système de partage des profits dans le secteur hospitalier a entraîné le départ des salariés (ici des médecins) les moins productifs et leur remplacement par des salariés plus productifs³.

Un raisonnement similaire peut être étendu au cas de l'actionnariat salarié. En effet, celui-ci implique que les salariés investissent une partie de leur épargne dans l'entreprise. Dans ce cas, les

¹ LAZEAR E.P. (2004), "Output-based pay: Incentives, retention or sorting?", *Research in Labor Economics*, Vol. 23, pp. 1-25.

² LEVIN J. et TADELIS S. (2005), "Profit sharing and the role of professional partnerships", *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 131-171.

³ BARRO J. et BEAULIEU N. (2003), "Selection and improvement: physician responses to financial incentives", *Working paper of National Bureau of Economic Research*, n° 10017, 34 p.

salariés les moins productifs conscients qu'ils feront baisser l'output collectif et donc à terme le rendement de leur investissement, devraient renoncer à acquérir des actions de l'entreprise¹. Le refus de devenir actionnaire de la société signalant à la direction de l'entreprise les salariés les moins productifs, l'actionnariat salarié permet ainsi d'amener les salariés à révéler leur productivité.

Pour autant, l'efficacité de l'auto-sélection des salariés par le partage des profits ou l'actionnariat des salariés peut se retrouver affecter par la taille de l'entreprise. En effet, plus la taille s'accroît et moins l'output collectif est affecté par les contributions individuelles. En d'autre termes, dans une grande entreprise, le partage des profits ou l'actionnariat des salariés peut finalement inciter les salariés les moins productifs à se comporter en passager clandestin, ceux-ci bénéficiant du partage d'un output collectif plus élevé que leur output individuel.

Par ailleurs, l'introduction d'un dispositif de partage des profits peut n'aboutir qu'à déplacer les problème d'anti-sélection. Ainsi, différents auteurs, comme A. WEISS² ou D. HANSEN³, ont constaté que l'introduction d'un dispositif d'intéressement collectif aux bénéfices entraînait en fait un resserrement des écarts de productivité entre les travailleurs : les salariés les moins productifs sous un système de salaire individuel ayant tendance à accroître leurs efforts sous un régime d'intéressement tandis que les salariés les plus productifs réduisaient au contraire leurs efforts. Pour D. HANSEN, ceci implique que les salariés les plus productifs sont alors incités à quitter la firme alors que le partage des profits attirerait au contraire les salariés les moins productifs. En fait, A. WEISS estime que ce mode de rémunération convient plutôt aux salariés se situant dans la norme moyenne de productivité, les travailleurs plus productifs préférant rejoindre une firme proposant une rémunération individualisée tandis que les moins productifs sont effectivement susceptibles de démissionner à cause de la pression de leurs pairs.

¹ OYER P. et SCHAEFER S. (2005), "why do some firms give stock options to all employees? An empirical examination of alternatives theories", *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, pp. 99-133.

² WEISS A. (1987), "incentives and workers behavior : some evidence", in Haig Nalbantian, ed., *incentives, cooperation and risk sharing : economic and psychological perspectives on employment contracts*, Totowa, N. J. : Rowman and littlefield, pp. 137-150

³ HANSEN D. (1997), "worker performance and group incentives : A case study", *Industrial and labor relations review*, Vol. 51, pp. 37-49.

En tant que rémunération variable, la participation financière peut inciter les salariés à révéler leur productivité individuelle et enclenche un processus qui permet à l'entreprise d'attirer et de ne conserver que les salariés les plus productifs. Les éventuels gains de productivité ne sont ainsi pas obtenus par un accroissement de l'effort des salariés mais par un changement dans la structure de la main d'œuvre qui devient plus qualifiée ou compétente. Pour autant, en présence d'une forte hétérogénéité des salariés en matière de productivité, la participation financière peut n'aboutir qu'à déplacer le problème de sélection adverse.

1.3.4 - Fidéliser les salariés pour les inciter à investir en capital humain.

En tant que rémunération variable et différée, l'épargne salariale peut aussi être un instrument de fidélisation des salariés, limitant leur « *turnover* » et les encourageant à investir en capital humain dans l'entreprise. Cette fidélisation permet alors, de limiter les risques de *hold-up* et peut à terme permettre un accroissement de la productivité.

A) Réduire le turnover...

Le caractère incitatif de la rémunération différée a été mis en évidence par E. LAZEAR¹. Dans son modèle, l'entreprise propose au salarié un contrat à « paiement différé » : la rémunération perçue au cours de la première période d'emploi du salarié est inférieure à sa contribution productive puis devient progressivement supérieure dans la dernière période d'activité. Ce dispositif s'apparente à celui d'une caution versée par le salarié au début de son contrat, caution qu'il récupère ensuite sous forme de rente. Cette forme de rémunération incite le salarié à ne pas rompre son contrat avant d'avoir effectivement récupéré l'intégralité de sa caution. Le départ volontaire d'un salarié (sa démission) représente toujours un coût pour l'entreprise (jusqu'au « *hold-up* » selon J. MALCOMSON). Ces coûts de rotation de la main d'œuvre (*turnover cost*) poussent alors les entreprises à limiter la mobilité de leur main d'œuvre.

¹ LAZEAR E.P. (1979), "why is there mandatory retirement ?", *Journal of Political Economy*, n° 87, pp. 1261-1284.

La plupart des mécanismes d'épargne salariale sont effectivement des rémunérations différées. Dans sa composante d'épargne retraite, l'épargne salariale constitue même une forme canonique de rémunération différée. Ainsi, les premiers fonds de pension nord américains exigeaient du salarié qu'il demeure dans l'entreprise contributrice jusqu'à son départ à la retraite sous peine de perdre tout ou une partie de ses droits à prestation. Ce système avait été développé dans les années quarante et cinquante où les tensions sur le marché du travail engendraient une importante rotation de la main d'œuvre¹. Aujourd'hui encore, dans la plupart des dispositifs d'épargne salariale, les entreprises ou les pouvoirs publics peuvent aussi contraindre ou inciter au blocage des primes de partage des profits² (participation et intéressement) ou encore restreindre les possibilités de cession des titres acquis via un Plan d'épargne salariale ou au titre d'une formule d'actionnariat des salariés³. Ceci peut expliquer en partie le développement des diverses formes de PEE, qui octroient aux salariés épargnants de nombreux avantages financiers en contrepartie d'une indisponibilité des fonds pendant une période pouvant aller de cinq années jusqu'au départ en retraite du salarié⁴.

La participation financière peut aussi aider l'entreprise à fidéliser ses salariés en tant que rémunération variable. En effet, pour que le salarié demeure dans l'entreprise, il faut que le marché du travail (i.e. d'autres entreprises) ne soit pas en mesure de lui offrir des opportunités – en terme de rémunération - plus attractives. Dans un modèle proposé par P. OYER⁵, ce problème est résolu par le fait que le partage des profits et l'actionnariat salarié sont aussi des rémunérations variables et qu'elles permettent donc l'indexation de la rémunération des salariés sur les profits ou les performances financières de la firme. Dès lors que ces performances financières sont relativement corrélées avec les performances du secteur ou du marché, la

¹ Sur ce point voir Ap ROBERTS L. (2000), *Les retraites aux Etats-Unis, sécurité sociale et fonds de pension*, La Dispute, 345 p.

² En France, les sommes issues de la participation sont obligatoirement bloquées pendant cinq années ; Les sommes issues de l'intéressement sont exonérées de charges sociales si elles sont placées pendant le même délai dans un Plan d'Epargne Salariale. Il existe cependant des cas de déblocage anticipé, liés à la situation du salarié, qui ne donnent pas lieu à des sanctions fiscales. Ce point sera abordé plus en détail dans le troisième chapitre de ce travail.

³ Les plans d'options sur actions sont assortis d'un délai de levée de l'option, puis d'un délai de cession des actions d'au moins quatre années. Compte tenu de ces conditions on qualifie parfois les *Stock options* de « menottes dorées » (*golden handcuff*).

⁴ Il existe cependant de nombreux cas de déblocages anticipés qui limitent le pouvoirs des entreprises en matière de différé (voir Sous-Section 2.3 du présent chapitre).

⁵ OYER P. (2004), "Why do firm use incentives that have no incentive effects?", *The Journal of finance*, Vol. 59, n° 4, pp. 1619-1650.

participation financière permet de maintenir la rémunération des salariés à un niveau au moins équivalent aux opportunités externes. La participation financière constitue alors un moyen de stabiliser la main d'œuvre et permet ainsi de limiter les coûts de rotation. Cette fidélisation plus ou moins contrainte des salariés peut ainsi expliquer pourquoi les entreprises mettent en place, pour l'ensemble de leurs salariés, des dispositifs de participation financière alors même qu'ils n'incitent pas à l'effort¹. Ainsi, N. WILSON et M. PEEL² ont constaté, sur un échantillon d'entreprises britanniques de l'ingénierie et de la métallurgie, que la présence d'un mécanisme de participation financière était un facteur de réduction du nombre de démissions. Margaret BLAIR et Alii³, mettent en évidence que les firmes disposant d'un actionnariat salarié présentent une plus grande stabilité de leur niveau d'emploi. Ces résultats sont partiellement confirmés par une étude menée par F. FAKHFAKH⁴ sur des entreprises françaises, où l'auteur constate que si l'actionnariat salarié a bien un impact statistique sur la réduction des départs volontaires des salariés, en revanche le partage des profits ne semble pas avoir d'effet significatif. Il faut cependant noter que dans cette optique l'épargne salariale se rapproche finalement d'un salaire d'efficience : en d'autres termes, la fidélisation des salariés pourrait être obtenue via des variations du salaire. Enfin, le modèle proposé par Paul OYER est probablement valable pour de grandes entreprises qui de part leur poids influencent effectivement l'évolution du secteur ou du marché, mais demeure assez peu robuste pour expliquer le développement de l'intéressement et de l'actionnariat salarié dans les petites entreprises.

Mais dans le cas de salariés possédant des compétences non transférables, l'entreprise est exposée en plus au risque de hold-up lié à la disparition de la quasi rente.

¹ C'est notamment ce qui pousserait certaines entreprises à généraliser les plans de stock option à l'ensemble des salariés, quelle que soit leur position hiérarchique ou leurs qualifications. Sur ce point précis lire : OYER P. et SCHAEFER S. (2005), op. cit.

² WILSON N. et PEEL M.J. (1991), "the impact on absenteeism and quits of profit sharing and other forms of employee participation", *Industrial and Labor relations Review*, Vol. 44, n°3, pp. 454-468. Les auteurs attribuent ces résultats tant à l'incitation financière qu'à la prise de parole (*voice*) que permettent ces dispositifs.

³ BLAIR M, KRUSE D. et BLASI J. (2000), "employee ownership: an unstable form or a stabilizing force?", In BLAIR M., *the new relationship : human capital in the american corporation*, the brooking institution ed., pp. 241-298.

⁴ FAKHFAKH F. (2004), "The effect of profit sharing and employee ownership on quits: evidence from a panel of french firms", *Advances in the economic analysis of participatory and labor managed firms*, Vol. 8, pp. 129-147.

B) ...Inciter les salariés à investir en capital humain

La stabilisation de la main d'œuvre permise par l'épargne salariale n'induit pas seulement une réduction des coûts de rotation de la main d'œuvre. Elle incite aussi l'employeur et les salariés à investir en capital humain.

Le problème principal d'une relation portant sur un investissement en capital humain réside dans le risque de *hold-up* en cas de rupture unilatérale du contrat par une des parties. La mise en place de dispositif d'épargne salariale dans le but de stabiliser la main d'œuvre peut réduire le risque d'opportunisme *ex post*. En effet, si l'épargne salariale limite la probabilité de départ volontaire des salariés, elle protège l'employeur et peut l'inciter à investir dans la formation. Pour les salariés, l'épargne salariale peut aussi contribuer à diminuer les risques de licenciements économiques : O. AFZAR et S. DANNINGER¹ estiment que, en tant que rémunération variable, le partage des profits permet à l'entreprise de bénéficier d'une plus grande flexibilité face aux variations conjoncturelles ce qui limite le recours aux licenciements². En conséquence, les salariés bénéficiant de système de partage des profits sont alors davantage susceptibles de recevoir une formation³. De ce point de vue, les dispositifs d'épargne salariale constituent une incitation à investir dans la formation (formelle ou informelle) en capital humain bien plus qu'un mode d'incitation à l'effort⁴.

Mais l'effet sur la stabilité de l'emploi n'est pas la seule motivation fournie par l'épargne salariale au salarié pour investir en capital humain spécifique. Un tel investissement est en effet difficilement redéployable et par conséquent accroît le risque supporté par le salarié. Nous avons vu, que ce risque est un argument mobilisé par la théorie de l'agence ou la TDP pour contester la pertinence de l'actionnariat des salariés puisque ce double investissement dans la firme augmenterait le risque déjà supporté par le salarié.

¹ AFZAR O. et DANNINGER S. (2001), "Profit sharing, employment stability, and wage growth", *Industrial and labor relations Review*, Vol. 53, n° 3, pp. 619-630.

² Un modèle légèrement différent est proposé par K. KRAFT : A la flexibilité salariale s'ajoute le fait que le partage des profits constitue une sanction monétaire qui se substitue au licenciement comme mode de sanction. Voir KRAFT K. (1991), "The incentives effects of dismissals, efficiency wages, piece-rates and profit sharing", *The review of Economics and statistics*, Vol. 73, n°3, pp. 451-459.

³ Les auteurs estiment que ces salariés reçoivent 55 % de formation en plus que les salariés ne bénéficiant de plan de partage des profits. (Ibid. p. 626).

⁴ PARENT D. (2002), "Incentives? The effect of profit sharing plans offer by previous employers on current wages", *Scientific series*, CYRANO, n° 54, 7 p.

Les tenants d'une vision « partenariale » de la firme affirment au contraire que l'actionnariat des salariés peut constituer un moyen de compenser le risque supporté par le salarié qui investit en capital humain spécifique. Pour Margaret BLAIR¹, c'est précisément parce qu'il est impossible – en raison de l'incomplétude contractuelle - de protéger *ex ante* les investissements spécifiques des salariés que ces derniers doivent recevoir des droits résiduels aux bénéfices et au contrôle de la firme. Les salariés, sont alors des « porteurs de risque » (*risk bearer*) au même titre que les actionnaires ce qui légitime qu'ils deviennent des créanciers résiduels, y compris du point de vue de la théorie de l'agence². L'actionnariat des salariés, en tant que mécanisme de gouvernement d'entreprise *ex post*, permet alors d'inciter les salariés à effectuer des investissements spécifiques ce qui peut permettre de réduire les coûts d'agence³ ou dans une autre optique les coûts de transactions⁴. En effet, la relation d'agence est alors inversée, les salariés, investisseurs en capital humain, devenant alors les « principaux » de la relation contractuelle qu'ils entretiennent avec la firme⁵. Dès lors, le contrôle de la politique de la firme par les salariés-actionnaires peut tout à fait rejoindre l'intérêt des autres actionnaires, d'autant plus qu'en tant qu'investisseurs internes, les actionnaires salariés sont sensés bénéficier d'une meilleure information sur la stratégie de l'entreprise.

La participation financière en tant que rémunération variable et différée peut ainsi contribuer à la fidélisation du personnel de l'entreprise, réduisant alors les risques de hold-up.

¹ BLAIR M. (1995), *Ownership and control : Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Brookings Institution, Washington D.C., 371 p. ; BLAIR M. et KOCHAN T. (2000), *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution, Washington D.C., 396 p.

² Voir : FAMA E. et JENSEN M. (1983), "Agency problems and residual claims", *Journal of law and economics*, Vol. 26, pp. 327-349.

³ FURUBOTN E. G. (1988), "Codetermination and the modern theory of the firm : A property rights analysis", *The Journal of business*, Vol. 61, n° 2, pp. 165-181. (voir plus particulièrement la p. 170). Cependant, l'auteur considère l'octroi de droits résiduels à des salariés aux compétences génériques (donc transférables) est considéré comme néfaste pour la firme.

⁴ WILSON N., ZHANG H. et ROBINSON A. (2003), "Specific human capital and partial employee ownership: a transaction cost analysis", *Advances in the economic analysis of participatory and labor managed firms*, Vol. 7, pp 211-226.

⁵ DESBRIERES P. (2002), « les actionnaires salariés », *op.cit.*, p. 258.

1.3.5 - Un impact ambigu sur la productivité des salariés

Dans les faits, l'introduction de dispositifs de participation financière au sein d'entreprises qui restent dominées par les actionnaires ne semble pas aboutir aux résultats « catastrophiques » postulés par les théories des droits de propriété (cf. Sous-section 1.2). Au contraire, certaines études montrent même que le taux de disparition des entreprises est moins élevé en présence de dispositif d'épargne salariale¹. Pour autant, les effets de tels dispositifs sur le comportement des salariés demeurent ambigus, en particulier, en ce qui concerne la productivité.

En fait, étudier l'effet de la participation financière sur le comportement des salariés via la notion quantitative de productivité présente certaines limites. Pour les théories économiques, le comportement des salariés est largement analysé à travers la notion « d'effort » comme « objet de l'échange salarial² ». Cependant, l'attitude des salariés vis à vis et pendant leur travail dépend de facteurs plus « qualitatifs » et complexes, tels que la « motivation » ou la « satisfaction », concepts largement traités par les Sciences de Gestion ou la Psychologie du travail³. Et, lorsqu'on s'intéresse à l'effet de la participation financière sur la satisfaction ou la motivation de salariés, les résultats sont beaucoup plus contradictoires.

Si la rémunération semble avoir un effet sur la satisfaction du salarié, en revanche l'impact sur la motivation est beaucoup plus discuté⁴. Enfin, comme le précise S. MAUGERI, « la psychologie du travail n'a jamais soutenu la moindre relation causale ou d'enchaînement linéaire entre motivation, satisfaction et performance. [...] *motivation et satisfaction n'ont aucune incidence sur la performance. C'est le contraire.* C'est en particulier toujours la performance atteinte qui entraîne la satisfaction, dès lors que cette performance, au regard des règles organisationnelles,

¹ Voir notamment, PARK R., KRUSE D. et SESIL J. (2004), "does employee ownership enhance firm survival?", *Advances in the economic analysis of participatory & labor-managed firms*, Vol. 8, pp. 3-33.

² BERTHE B. (2001), *L'effort au travail : analyse d'un concept économique*, Presses Universitaires de Rennes, p.10

³ Pour une revue des principales théories et concept, lire : MAUGERI S. (2004), *Théories de la motivation au travail*, Dunod, Paris, 122 p.

⁴ Sur ce point voir NEVEU J-P. (2002), « l'implication du salarié : du pourquoi au pour quoi », Dans NEVEU J-P. et THENEVET M., *l'implication au travail*, Vuibert, pp. 21-42. Voir également ROUSSEL P. (1996), *Rémunération, motivation et satisfaction au travail*, Economica, 306 p. Pour ce dernier les rémunérations variables et différées – donc l'épargne salariale – sont susceptibles d'avoir un effet sur la satisfaction mais pas sur la motivation.

est synonyme de gains ou d'avantages supplémentaires pour le salarié¹ ». Dans une synthèse récente², Eric VERNIER montre que les études empiriques de l'impact de l'épargne salariale sur la satisfaction, la motivation et les performances sont contradictoires. Bien que les études montrant un impact négatif soient assez rares, il semble difficile de départager les travaux mettant en évidence une absence de relation et ceux montrant une relation positive. Dans ces conditions, « une généralisation de l'une ou l'autre des conclusions paraît inopportune³ ». Il est en revanche admis que d'éventuels effets positifs sur la productivité des salariés dépendent surtout d'une conjonction de facteurs beaucoup plus large que la seule présence d'un dispositif d'épargne salariale⁴. Dés lors comme l'indiquent V. PEROTIN et A. ROBINSON, « la question pertinente n'est pas tant de savoir si la participation financière est bonne ou mauvaise pour la productivité mais plutôt de comprendre dans quelles circonstances et pour quelles raisons précises son impact peut être plutôt positif que neutre, et dans quelle mesure l'effet associé à la participation financière est en partie imputable à d'autres pratiques d'entreprise⁵ ». Ce dernier point est d'autant plus important, que les entreprises qui pratiquent le partage des profits offrent généralement aussi à leurs salariés d'autres formes de participation (présence au conseil d'administration, comités d'entreprise, *teamware*, cercle de qualité...)⁶.

1.3.6 - Derrière le débat sur les incitations : valeur actionnariale Vs valeur partenariale ?

En fait, le débat sur l'efficacité ou l'inefficacité de l'épargne salariale renvoie surtout au débat fondamental sur la nature de la firme. L'introduction des dispositifs de partage des profits ou

¹ MAUGERI S. (2004), op. cit. pp.15-16. Souligné par nous.

² VERNIER E. (2003), *Epargne salariale : l'imposture*, L'harmattan, 218 p.

³ Ibid. p. 151.

⁴ FITZROY F. et KRAFT K. (1995), "on the choice of incentives in firms", *journal of economic behavior and organization*, vol. 26, pp. 145-160.

⁵ PEROTIN V. et ROBINSON A., op.cit., pp. 22-23.

⁶ PANU K., PENDELTON A. et POUTSMA E., (2004), "The relationship between financial participation and other form of employee participation : new survey evidence from Europe", Helsinki center for economic research, *Discussion paper*, n° 3, 39 p. D'ailleurs, La présence d'un dispositif de partage des profits ne correspondra à des gains de productivité que si cette pratique est intégrée par les salariés. F. FAKHFAKH montre ainsi, à partir d'un échantillon d'entreprises françaises, qu'il n'y a pas de gain de productivité dans les entreprises où les salariés ignorent l'existence d'un accord d'intéressement. A contrario, il met en évidence que les entreprises qui développent l'information envers leurs salariés connaissent effectivement une amélioration de leur productivité (F. FAKHFAKH, (1997), « quand l'intéressement passe inaperçu... », *Travail et Emploi*, n° 71, pp. 53-63).

d'actionnariat des salariés est en effet considérée comme un facteur de changement des rapports internes à l'entreprise que ce soit en terme d'organisation du travail ou d'organisation des pouvoirs.

A) Une remise en cause radicale de la valeur actionnariale...

Ce débat renvoie directement aux controverses entre les économistes radicaux et les théoriciens de la Théorie des droits de propriété ou de la Nouvelle Economie Industrielle¹. La plupart des partisans de la participation financière estiment qu'une organisation horizontale de la production peut être aussi – voire plus - efficace qu'une forme hiérarchique traditionnelle : c'est le cas des théoriciens de « l'économie de la participation² » comme FITZROY et KRAFT qui cherchent à démontrer que la participation des salariés (aux bénéfices comme aux décisions) peut être source d'efficacité et de performances accrues. A l'opposé, des auteurs « orthodoxes » cherchent surtout à légitimer l'organisation de la firme dominée par ses propriétaires. Reconnaître le partage des profits et l'actionnariat salarié comme des formes efficaces de coordination intra-firme, serait admettre que l'organisation hiérarchique de la firme dominée par ses dirigeants et/ou propriétaires ne s'est pas imposée seulement parce qu'elle était la forme la plus efficace de gouvernance, mais essentiellement parce qu'elle est le produit d'un rapport social dominé par la propriété privée des moyens de production. Pire, cela pourrait légitimer des modes d'organisation alternatifs, comme les coopératives.

Ainsi, est-il symptomatique que certains partisans ou opposants à la participation financière l'amalgament ou l'associent presque systématiquement à... l'autogestion ou aux coopératives de production³. Comme le souligne Xavier HOLLANDTS, « les principales critiques que l'on peut adresser à l'actionnariat salarié trouvent leur origine dans l'extrapolation des critiques adressées

¹BAUDRY B. et TINEL B. (2003), "Une analyse théorique des fondements et du fonctionnement de la relation d'autorité intra firme", *Revue Economique*, vol. 54, N° 2, mars, pp. 229-252. TINEL B.(2002), "Hiérarchie et pouvoir en microéconomie: histoire d'un dialogue houleux", *Economies & Sociétés*, Histoire de la Pensée Economique, PE 32, XXXVI (11-12), pp. 1789-182.

² AUTENNE A. (2000), « l'actionnariat des salariés en Belgique : une perspective critique », *Les carnets du centre de philosophie du droit*, Université catholique de Louvain, n° 85, 2000, p. 10.

³ Voir par exemple, DOUCOULIAGOS C. (1995), "worker participation and productivity in labor-managed and participatory capitalist firms : a meta-analysis", *Industrial an Labor Relations Review*, Vol. 49, N° 1, pp. 58-77 ou encore JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1979), "Rights and production fonctions : an application to labor managed firms and codetermination", *op.cit.* et aussi FURUBOTN E. G. (1988), "Codetermination and the modern theory of the firm : A property rights analysis", *op.cit.*

aux coopératives¹ ». Pour autant l'analyse de l'actionnariat salarié ou du partage du profit comme une forme plus ou moins proche des coopératives semble erronée : en effet, l'épargne salariale concerne « l'entreprise classique [qui] se caractérise par la séparation propriété/gestion tandis que c'est bien la confusion propriété/gestion qui est recherchée dans la coopérative² ».

B) ...Ou un nouveau moyen de la garantir ?

Justement, en prenant en compte la séparation formelle entre propriété/gestion, aujourd'hui dominante, l'épargne salariale peut aussi s'inscrire dans une version moins radicale qui prend en compte l'intérêt de l'ensemble de ses parties prenantes³ (valeur partenariale) à la firme et plus seulement celui des seuls actionnaires (valeur actionnariale). Au premier rang des parties prenantes se trouvent les salariés, qui par les dispositifs d'épargne salariale peuvent se voir distribuer une part des résultats de l'entreprise et dans certains cas être associés aux décisions (actionnariat salarié).

Pour autant, adopter une analyse en terme de parties prenantes ne signifie pas remettre en cause la valeur actionnariale : Dans une « version instrumentale », la théorie des parties prenantes n'est qu'un nouveau moyen permettant « aux dirigeants de satisfaire leurs obligations fiduciaires vis à vis des actionnaires⁴ ». Ainsi certains auteurs sont amenés à défendre la participation financière dans une vision des parties prenantes qui n'est qu'une extension des cadres conceptuels de la valeur actionnariale : N.WILSON, H. ZHANG et A. ROBINSON⁵ en reprenant le cadre de la théorie des coûts de transaction, E. FURUBOTN⁶ en mobilisant la théorie des droits de propriété,

¹ HOLLANDTS X. (2005), « les enjeux et contraintes du développement de l'actionnariat salarié dans les politiques RH : une étude de cas exploratoire », *Congrès AIRTO*, Montpellier, 25 p.

² Op.cit. p.6. Remarquons que cette analyse concernerait surtout le rapport entre la société de capitaux et la firme entrepreneuriale. En fait la coopérative ne vise pas simplement à confondre propriété/gestion (que l'on retrouve dans la firme entrepreneuriale), mais à attribuer ces dernières fonctions à l'ensemble des salariés selon un principe démocratique.

³ Derrière ce concept on regroupe les théories qui, en opposition ou en retrait avec les théories tenants de la valeur actionnariale, proposent « une analyse des relations nouées entre l'entreprise et son environnement entendu au sens large » (GOND J-P. et MERCIER S. (2005), « les théories des parties prenantes : une synthèse critique de la littérature, *Les notes du LIRHE*, n° 411, p. 2). L'entreprise ne doit donc plus être gérée dans l'intérêt exclusif des actionnaires, mais aussi prendre en compte l'intérêt des parties prenantes, c'est à dire « les agents dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme » (CHARREAUX G. et DESBRIERES P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, n° 2, p. 58)

⁴ GOND J-P. et MERCIER S. (2005), op.cit., p. 7.

⁵ WILSON N., ZHANG H. et ROBINSON A. (2002), "employee ownership and firm-specific human capital", *11th conference of the international association for the economics of participation*, Brussels, 4-5 july, 33 p.

⁶ FURUBOTN E. (1988), op.cit.

et M. BLAIR¹ ou P. DESBIERES² en réinterprétant la théorie de l'agence. Partage des profits ou actionnariat salarié ne sont alors qu'un moyen de garantir la création de valeur pour les actionnaires.

Entre les théories de la valeur actionnariale qui considèrent que le partage des profits et l'actionnariat ont des effets désincitatifs et ne sont que des dispositifs redistributifs préjudiciables à la firme, et celles qui voient dans ces dispositifs des incitations collectives aptes à augmenter la productivité, il semble difficile de trancher. Certes, l'introduction de la participation financière au sein d'entreprises dominées par la valeur actionnariale ne semble pas avoir les effets désincitatifs annoncés. Pour autant, l'effet incitatif demeure ambigu, d'autant qu'il est difficile de l'associer à l'émergence d'une gestion « partenariale » de la firme.

La question des incitations renvoie en fait à des visions idéologiques et antagonistes de la firme. Mais à l'heure de la prééminence de la valeur actionnariale comment expliquer que se développent parallèlement les dispositifs de participation financière ?

L'ambiguïté vient certainement, de la définition de la firme adoptée par les diverses théories. La firme est tantôt vue comme une unité productive (théories standards), une unité économique qui gère des relations par rapport au marché (théories standards élargies), ou uniquement préoccupée par la question financière et ces relations avec les actionnaires (théorie de l'agence). Dans les faits, la firme capitaliste intègre ces trois fonctions (productive, économique et financière) mais dans le cadre d'une structure hiérarchisée qui privilégie la fonction financière. La firme capitaliste peut alors être définie comme « un être organisé doté d'une structure de gouvernance en vue de faire du profit³ ». En d'autres termes, l'organisation de la production comme les relations vis à vis du marché sont fondamentales pour une firme, mais celle-ci cherche avant tout à maximiser son profit. La participation financière des salariés ne peut être considérée sous le seul angle d'une incitation visant à assurer l'efficacité productive ou à sélectionner ou retenir les salariés (notamment pour éviter les problèmes de *hold-up*), mais elle doit aussi être analysée par

¹ BLAIR M. (1995), op.cit.

² DESBIERES P. (2002), op.cit.

³ MORIN F. (2006), « Le capitalisme de marché financier et l'asservissement du cognitif », *les cahiers du GRES*, n° 2006-5, p. 9.

rapport à la dimension financière, c'est dire, en quoi elle permet de maximiser le profit de la firme et des ses actionnaires. Ce positionnement implique d'analyser l'impact de la participation financière sous un angle « redistributif » : en quoi permet –elle de redistribuer d'avantage de liquidités aux actionnaires ? Quels sont les avantages financiers pour la firme par rapport au salaire ?

Pour cela il faut dépasser le strict débat théorique centré sur les incitations intra-firmes. D'ailleurs, en France, l'épargne salariale a été créée et développée par les pouvoirs publics, et on ne peut se centrer uniquement sur une analyse purement contractuelle réduite au niveau de la firme. Dès lors, l'évolution des dispositifs d'épargne salariale nous amène à les considérer prioritairement comme des instruments de redistribution dans une logique financière.

Section 2 - L'épargne salariale, une logique financière et redistributive.

En France, l'épargne salariale connaît depuis les années quatre-vingt-dix un développement important et soutenu. Cependant, la seule explication en terme d'incitation ne semble pas suffisante ni opérante pour comprendre cet essor. En effet, l'épargne salariale est très largement initiée et encouragée par les pouvoirs publics. Définis légalement et réglementairement, mis en place par la négociation collective, ces dispositifs doivent être appréhendés selon une perspective plus institutionnaliste que contractuelle (Sous-section 2.1). C'est, en effet en analysant les politiques publiques et leur évolution que l'on peut saisir l'intégration des dispositifs d'intéressement, de participation et d'actionnariat salarié autour des instruments de placement financier que sont les Plans d'épargne salariale (PES) et les Fonds communs de placement en entreprise (FCPE) (Section 2.2). La prédominance de cette logique financière couplée à certaines mesures gouvernementales fait progressivement évoluer l'épargne salariale vers une logique essentiellement redistributive.

Sous-section 2.1 - Un développement soutenu par les pouvoirs publics

L'analyse des dispositifs de participation financière à partir d'un prisme micro-économique centré sur la problématique des incitations est largement inopérante en France. En effet, ce sont les pouvoirs publics qui sont les principaux instigateurs et promoteurs de l'épargne salariale, relayés par la négociation collective au niveau des entreprises. De fait, l'épargne salariale regroupe des dispositifs légaux spécifiques qui ont connu un important développement ces dernières années.

2.1.1 - L'épargne salariale : quelles frontières ?

Les analyses de la participation financière centrée sur la problématique des incitations privilégient une approche contractuelle au sein de l'entreprise. Dans ce cadre, la participation financière est essentiellement réduite à ses deux principaux dispositifs que sont le partage des profits (participation aux bénéfices) et l'actionnariat salarié (participation au capital). Ainsi, V. PEROTIN et A. ROBINSON¹ excluent expressément les Plans d'Epargne Salariale du champ de participation financière « parce qu'ils n'impliquent aucun droit résiduel aux résultats de l'entreprise² ». Pourtant, comme nous allons le voir, les PES sont des dispositifs qui ont toujours été au cœur de l'organisation et du développement de la participation financière en France. A l'inverse, Eric VERNIER³ adopte une vision beaucoup plus extensive qui intègre dans « l'épargne salariale » toutes les rémunérations collectives différées, soit la participation et l'intéressement, les plans d'épargne entreprise (PEE) et l'actionnariat salarié mais aussi les engagements de retraite complémentaire⁴, les primes de départ et les chèques vacances...

¹ PEROTIN V. et ROBINSON A. (2003), « Participation aux bénéfices et actionnariat salarié : les éléments du débat », *Document de travail du Parlement européen*, Série affaires sociales SOCI 109 FR, 44 p.

² op. cit. p 6.

³ VERNIER E. (2001), « le lien entre épargne salariale et performance financière de la firme », *Cahiers de la recherche du CLAREE*, 27 p.

⁴ Il s'agit des contrats collectifs de compléments de retraite par capitalisation dont la l'instauration par les entreprises est prévue et encadrée par le Code Général des Impôts (CGI). Ces plans de retraite s'apparentent aux fonds de pension anglo-saxon, notamment en ce qu'ils peuvent être, à prestations définies (Art. 39 du CGI) ou à cotisations définies (Art. 82 et 83 du CGI).

Certaines perspectives théoriques visant à la comparaison internationale des dispositifs de participation financière peuvent essayer de gagner en réalisme en multipliant les définitions. Ainsi, Erik POUTSMA¹ distingue un grand nombre de sous-catégories de participation financière. La participation aux résultats peut prendre la forme d'une participation délivrée en espèce, d'une participation aux gains, d'une participation différée aux bénéfices, ou encore d'une participation délivrée sous forme d'actions. Quant à l'actionnariat salarié, celui-ci peut être « individuel ou collectif, interne ou externe à l'entreprise ou les deux ² ». Lorsque l'auteur ajoute à cette liste les plans d'épargne, c'est pour reconnaître qu'il peuvent se « chevaucher » avec la participation différée et l'actionnariat salarié...

En fait, les seuls concepts théoriques ne permettent pas d'avoir une vision à la fois claire et détaillée de la réalité d'un phénomène aussi complexe que la participation financière. En France, les dispositifs de participation financière ou d'épargne salariale sont clairement encadrés et définis par les pouvoirs publics. Ce sont donc les pouvoirs publics qui définissent la frontière de l'épargne salariale. Ainsi, sont regroupés sous cette appellation des dispositifs précis : la participation, l'intéressement, les PEE et les plans d'actionnariat des salariés³.

2.1.2 - L'institution de l'épargne salariale en France : la Loi et la négociation collective

Les pouvoirs publics sont en France les véritables architectes des différents dispositifs d'épargne salariale : ce sont eux qui définissent légalement ces dispositifs ; ce sont encore eux qui par leur incitations législatives et fiscales soutiennent le développement de l'épargne salariale. Pour cerner son contenu, il faut donc s'intéresser aux dispositions législatives en vigueur. Si la pratique par certaines entreprises du partage des profits ou de l'actionnariat salarié remonte au

¹ POUTSMA E. (2001), *Recent trend in employee financial participation in the european Union*, Office for official publications of the european communities, Luxembourg, 135 p. Voir aussi OECD (1995), *profit-sharing in OECD countries*, in OECD Employment outlook, chapter 4, pp. 139-169.

² Ibid. p. 14.

³ L'enquête statistique menée par la DARES se nommant explicitement enquête sur la participation, l'intéressement, les plans d'épargne et l'actionnariat (PIPA).

tout début de la révolution industrielle, depuis les années dix neuf cent cinquante, ce sont les pouvoirs publics qui, en France, jouent le rôle essentiel dans la définition et la diffusion de ces rémunérations.

A) Des dispositifs créés et encouragés par les pouvoirs publics

La promotion du partage des profits et de l'actionnariat salarié dans l'optique plus large d'un projet d'association du capital et du travail fut en effet un des axes politiques majeurs du pouvoir gaulliste. Dès 1959, le gouvernement crée par ordonnance¹ un dispositif facultatif de partage des profits, l'intéressement, et tente d'encourager son développement par des exonérations fiscales et sociales. Cette ordonnance, ouvrait par ailleurs la voie à l'actionnariat salarié, puisqu'elle autorisait le versement de la prime d'intéressement sous forme d'actions de l'entreprise. Malgré cette impulsion initiale, la tiédeur voire l'hostilité de la majorité des organisations syndicales et du patronat, confine l'intéressement à un développement modeste pour ne pas dire symbolique. La relance de la participation financière va se faire plus volontariste, par la création en 1967 d'un dispositif obligatoire de partage des profits : la participation².

L'ordonnance du 17 août 1967 prévoit en effet, que les entreprises de plus de 100 salariés doivent conclure un accord de participation permettant de distribuer à leur personnel une part des résultats calculée selon une formule légale unique (la réserve spéciale de participation – RSP). En contrepartie, les sommes versées aux salariés au titre de la participation seront bloquées cinq ans et réinvesties dans l'entreprise, directement en actionnariat salarié ou bien via des dispositifs d'épargne en entreprise créés par la même ordonnance : comptes courants bloqués (CCB) et Plans d'épargne entreprise (PEE), qui seront complétés un an plus tard par les Fonds communs de placement en entreprise (FCPE). En 1990, le seuil de la participation sera abaissé à 50 salariés, étendant le bénéfice de la participation à un grand nombre de salariés.

Cette impulsion politique initiale, qui a permis de créer les principaux dispositifs de participation financière existant, va être poursuivie avec constance. Les années soixante-dix voient ainsi la

¹Ordonnance n° 59-126 du 7 janvier 1959 tendant à favoriser l'association ou l'intéressement des travailleurs à la marche de l'entreprise

²Ordonnance n° 67-693 du 17 août 1967 relative à la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises

création de nombreux dispositifs d'actionnariat salarié par voie législative¹ : La loi du 31 décembre 1970 crée le Plan d'option sur Action (POA) et la loi du 27 décembre 1973 crée le Plan d'actionnariat salarié (PAS) permettant aux entreprises privées de réserver des augmentations de capital à l'ensemble de leurs salariés ou de proposer à ces derniers l'achat en bourse de leurs propres actions.

Une nouvelle étape sera franchie au début des années deux mille par la création de nouveau dispositif d'épargne en entreprise : la loi du 21 février 2001, va créer les Plans d'épargne inter-entreprises (PEI) et le Plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV- bloqué 10 ans) qui se verra transformé, en 2004, en Plan d'épargne retraite collectif (PERCO – bloqué jusqu'à la retraite). Tout récemment, la Loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié, votée le 30 décembre 2006, a créé deux nouveaux dispositifs : le « dividende du travail » qui peut prendre la forme d'une prime supplémentaire d'intéressement ou de participation et les plans d'attribution gratuite d'actions (PAGA).

Les pouvoirs publics sont ainsi les véritables architectes et promoteurs de la participation financière en France. Ceci implique que les dispositifs de participation financière sont donc avant tout des « périphériques légaux² » du salaire. Néanmoins, leur instauration au niveau des entreprises passe par la négociation collective.

B) Une négociation collective centrale mais contrôlée par l'administration.

Par ailleurs, l'épargne salariale est obligatoirement instaurée au sein des entreprises par la négociation collective (Participation, intéressement, PEE) et/ou décisions de certaines instances de gouvernance des entreprises (certains PEE, actionnariat des salariés). La mise en place de l'intéressement et de la participation est ainsi soumise à la conclusion d'un accord collectif :

- soit dans le cadre d'une convention ou d'un accord collectif de travail ;

¹ Sur ce point lire CHERIOUX J. (1999), *l'actionnariat salarié : vers un véritable partenariat dans l'entreprise*, Rapport d'information de la commission des affaires sociales du Sénat, n° 500.

² DONNADIEU G. (1997), *du salaire à la rétribution : pour une nouvelle approche des rémunérations*, Editions Liaisons, 201 p.

- soit entre le chef d'entreprise et les représentants d'organisations syndicales représentatives ;
- soit au sein du comité d'entreprise ;
- soit à la suite de la ratification à la majorité des deux tiers du personnel d'un projet d'accord proposé par le chef d'entreprise.

Les Plans d'épargne laissent une plus grande latitude aux dirigeants d'entreprises puisqu'ils peuvent être mis en place soit à l'initiative de l'entreprise (on dit alors qu'ils sont « octroyés »), soit en vertu d'un accord conclu avec le personnel. Dans ce derniers cas, l'accord doit être négocié entre le chef d'entreprise et les organisations syndicales, au sein du CE ou bien ratifié par les 2/3 du personnel.

L'actionnariat des salariés, comme toute décision touchant au capital, relève quant à lui des instances de gouvernance de la société : le conseil d'administration ou le directoire décide et propose à l'Assemblée générale une résolution permettant aux salariés de se voir attribuer des actions, sous la forme d'une augmentation de capital réservée, de Plans d'options sur action ou de plans d'attribution gratuite d'actions.

Ces dernières années, les pouvoirs publics ont incité les partenaires sociaux à négocier sur l'épargne salariale : la loi du 19 février 2001 a ainsi instauré l'obligation de négocier annuellement sur l'épargne salariale. En ce qui concerne l'actionnariat salarié, la loi de modernisation sociale du 13 février 2002 prévoit que dans les entreprises dont les salariés détiennent moins de 3% du capital, le Conseil d'administration ou le directoire est tenu de convoquer une assemblée générale tous les trois ans pour se prononcer sur un projet de résolution en vue de réaliser une augmentation de capital réservée au personnel.

Néanmoins, ces négociations et les accords qui en découlent sont encadrés très strictement par les pouvoirs publics. Ainsi, les accords d'intéressement, de participation ou ceux instaurant un PES doivent respecter un certain nombre de règles (voir *infra*). Pour s'assurer du respect de ces règles, les accords doivent être déposés à la Direction Départementale du Travail, de l'Emploi et de la Formation Professionnelle (DDTEFP) qui exerce un contrôle de validité. Ce contrôle qui porte

sur le formalisme des accords est loin d'être purement théorique puisque, à titre d'exemple, 47,1 % des accords d'intéressement signés en 2003 ont fait l'objet d'observations de la part de l'administration¹. Par ailleurs, les dispositifs d'épargne salariale donnant lieu à des exonérations fiscales et sociales sont aussi contrôlés par L'Union pour le Recouvrement des cotisations de la Sécurité Sociale et des Allocations Familiales (URSSAF) et sont susceptibles de faire l'objet d'un redressement² en cas d'infraction.

Ainsi les dispositifs d'épargne salariale, sont, en France, le produit d'un cadre législatif et de la négociation collective, elle même strictement encadrée par l'Etat. Ceci se traduit par l'existence de dispositifs qui ne correspondent pas nécessairement aux frontières des définitions « théoriques » de partage des profits ou d'actionnariat salarié entendues dans un cadre contractuel inter-individuel. C'est pourquoi, l'épargne salariale doit être analysée dans une optique institutionnaliste³, tenant compte des cadres juridiques et des politiques publiques.

¹ CONSEIL SUPERIEUR DE LA PARTICIPATION (2005) *La participation financière : rapport annuel du Conseil supérieur de la participation pour 2004-2005*, La Documentation Française, p. 43.

² En particulier, l'URSSAF veille au respect du principe de non substitution des primes avec d'autres éléments de la rémunération. En cas de contravention à cette règle, l'entreprise peut être condamnée à payer rétroactivement les charges fiscales et sociales. Selon certaines études, les contrôles de l'URSSAF constitueraient un des principaux freins au développement de la participation et de l'intéressement en particulier dans les PME (CORNUT-GENTILLE F. et GODFRAIN J. (2005), *op.cit*, pp. 49-50).

³ L'approche institutionnaliste à laquelle nous faisons référence renvoie à celle des institutionnalistes américains, qui accordent un rôle prépondérant aux règles collectives (les institutions) dans le comportement des agents économiques. Les institutionnalistes américains, ne doivent pas être confondus avec la Nouvelle Economie Institutionnaliste (NEI) d'O. WILLIAMSON, qui reste fondée sur l'individualisme méthodologique, les institutions n'intervenant finalement que pour suppléer aux défaillances de la coordination marchande. En fait, dans un cadre institutionnaliste, le contrat de travail doit être appréhendé à la fois en termes juridiques et économiques » (BAZZOLI L., KIRAT T. et VILLEVAL M-C. (1994), « Contrat et Institutions dans la relation salariale : pour un renouveau institutionnaliste », *Travail et Emploi*, n° 58, pp. 94-110). Plus largement, selon J.R. COMMONS « une institution est une action collective dans le contrôle, la libération et l'expansion de l'action individuelle », les institutions pouvant être informelles (coutumes) ou formelles (lois, règles) (cf. COREI T. (1995), *Economie institutionnaliste : les fondateurs*, Economica, 112 p.). Les actions individuelles ne peuvent donc être considérés indépendamment de l'influence voir de la contrainte qu'exerce sur elles les institutions. En rester à une analyse strictement inter-individuelle de l'épargne salariale, consisterait à la réduire à une simple clause contractuelle négociée entre l'employeur et chaque salarié. Dans les faits, l'épargne salariale est une rémunération collective, et l'on ne peut comprendre son développement sans analyser ses évolutions institutionnelles, aux premier rang desquelles se trouve l'évolution de la législation.

2.1.3 - Des dispositifs français spécifiques

L'épargne salariale prend en France la forme de dispositifs légaux spécifiques¹ : la participation, l'intéressement et les PEE. L'actionnariat des salariés peut reposer sur de nombreux dispositifs permettant un actionnariat direct (POA, PAGA ou augmentation de capital réservées) ou indirect (via FCPE ou SICAV).

A) L'intéressement : un dispositif flexible de partage des profits

L'intéressement est défini par les articles L.441 et suivants du code du travail. Facultatif, Il permet à une entreprise de mettre en place un intéressement collectif par un accord avec le personnel ou leurs représentants pour une durée de trois ans. La loi impose que la négociation et la conclusion de l'accord d'intéressement respectent un certain nombre de conditions de forme (délai, clauses obligatoires) et de fond :

- l'intéressement ne doit pas se substituer à un élément de rémunération existant
- l'intéressement doit avoir un caractère collectif c'est à dire couvrir l'ensemble des salariés mais aussi ne pas aboutir à une individualisation des rémunérations
- l'intéressement doit être aléatoire ce qui interdit les formules de calcul qui aboutiraient à totalement déconnecter les primes des résultats de l'entreprise.

Sous réserve de respecter ces règles, le contenu de l'accord d'intéressement est très flexible. En effet, la formule de calcul de la prime globale d'intéressement est laissée à la discrétion des partenaires sociaux, qui peuvent inclure dans son calcul divers éléments de performance financière ou économique. Ainsi on distingue plusieurs types d'accord d'intéressement :

- l'intéressement aux résultats : indexé sur des éléments de rentabilité (EBE, résultats nets...)
- l'intéressement à la performance : indexé sur une mesure de la productivité des salariés (absentéisme, qualité, respect des délais...)
- une combinaison des deux précédents systèmes, contenant à la fois des éléments de rentabilité et de productivité. Par ailleurs, il existe plusieurs options possibles pour la

¹ Pour plus de détails, voir la circulaire

répartition de la prime d'intéressement entre les salariés, sous réserve, là encore, de respecter certaines règles¹ : Ainsi, les primes individuelles d'intéressement peuvent être :

- identiques pour tout le personnel ;
- proportionnelles aux salaires² ;
- proportionnelles à la durée de présence dans l'entreprise au cours de l'exercice ;
- une combinaison de ces critères.

Le salarié bénéficiaire d'une prime d'intéressement peut décider de la percevoir immédiatement ou bien choisir d'en placer tout ou partie sur un PES. Dans ce cas, les sommes versées sont indisponibles pendant cinq années mais sont en contrepartie exonérées d'impôts sur le revenu et peuvent bénéficier d'un éventuel abondement de l'employeur.

Compte tenu de cette grande flexibilité, il est difficile de classer l'intéressement dans une des catégories habituelles de « partage des profits », telles qu'elles sont définies par E. POUTSMA³. Par exemple, l'intéressement peut s'apparenter à une participation aux bénéfices « classique » (intéressement aux résultats) mais aussi à un « partage des gains » (intéressement à la performance). De même, en fonction des choix opérés par les salariés l'intéressement peut prendre la forme d'un partage des profits délivrés en espèce (si le salarié perçoit immédiatement sa prime) ou à un partage des profits différé (si placement sur PEE).

¹ Elles ont surtout pour but de garantir le caractère collectif de l'intéressement. En premier lieu, la règle de répartition retenue doit être la même pour tous les salariés. Par ailleurs, l'ancienneté et la qualification ainsi que le rendement et la situation familiale ne doivent pas être pris en compte pour la détermination de la prime individuelle. Enfin, la prime globale d'intéressement ne peut excéder 20% de la masse salariale. Les primes individuelles, ne doivent pas dépasser 50% du plafond annuel de la Sécurité sociale.

² En cas de répartition de l'intéressement proportionnellement au salaire, pour les bénéficiaires non titulaires d'un contrat de travail (chef d'entreprise de moins de 100 salariés), celle-ci se fait en fonction de la rémunération annuelle brute ou du revenu professionnel soumis à l'impôt l'année précédente, dans la limite de la rémunération versée au salarié le mieux rémunéré dans l'entreprise.

³ Cf. 2.1.1.

B) La participation : le dispositif légal de partage des profits différé

La participation aux résultats est obligatoire pour toutes les entreprises de plus de 50 salariés qui dégagent un bénéfice fiscal¹. La participation est définie par les articles L.442-1 et suivants et R.442-1 et suivants du code du travail. De fait, la participation établit un droit des salariés à se voir distribuer une partie du bénéfice fiscal de l'entreprise, droit matérialisé par la formule légale² de calcul de la RSP :

$$RSP^3 = \frac{1}{2} (B - 5 \% C) \times (S/VA)$$

Comme le souligne Philippe GIRARD⁴ cette formule donne le droit aux salariés de se voir distribuer la moitié du bénéfice fiscal, une fois les capitaux propres rémunérés « normalement » (à hauteur de 5 %), au prorata de leur contribution à la valeur ajoutée de l'entreprise (mesurées par la part des salaires dans la VA). Des dérogations à cette formule légale ne sont autorisées que si elles aboutissent à un calcul plus favorable aux salariés.

En ce qui concerne les primes individuelles, les partenaires sociaux ont, les mêmes possibilités de négociation des critères de répartition qu'en matière d'intéressement⁵, la prime individuelle de participation ne pouvant dépasser les 3/4 du plafond annuel de la sécurité sociale. Cependant, à la différence de l'intéressement, les primes de participation sont obligatoirement bloquées cinq années pendant lesquelles elles doivent être placées dans des dispositifs d'épargne entreprise prévus dans l'accord. Les salariés ont ainsi la possibilité d'investir :

¹ Néanmoins, les entreprises disposent de certaines marges de manœuvre, notamment en minorant leurs résultats – par le jeu des provisions - lorsqu'elles souhaitent ne pas distribuer de prime, ou plus simplement en s'affranchissant de leur obligation. Ainsi, selon la DARES, un quart des entreprises de 100 salariés ou plus déclarent ne pas avoir mis en place d'accord de participation, ce qui implique que près « 2,6 millions de salariés n'auraient pas accès à la participation alors que leur entreprise est soumise à une obligation légale » (R. CELLIER, C. VAN PUymbroECK, (2005),), « épargne salariale en 2003 : des dispositifs en plein essor dans les petites entreprises », *Premières informations premières synthèses*, DARES, n° 39.3, p 2)

² l'article L.442-6 du code du travail permet de conclure un accord contenant une formule dérogatoire, à condition toutefois que le nouveau mode de calcul aboutisse à un résultat au moins égal à la formule légale et ne dépasse pas un certain plafond.

³ Avec : B = bénéfice fiscal de l'entreprise ; C = capitaux propres de l'entreprise ; S = les salaires de l'entreprise ; VA = valeur ajoutée de l'entreprise.

⁴ GIRARD P. (1990), « La participation des salariés aux résultats de l'entreprise : une étude fondée sur la centrale des bilans (1982-1987) », *Economie et Prévision*, n° 92-93, p. 172.

⁵ Cf. page précédente.

- dans un Compte courant bloquée (CCB) ;
- sur un PES ;
- soit dans des parts de FCPE ou des SICAV ;
- soit acquérir directement des titres de l'entreprise ;

Ainsi, la participation aux résultats est un dispositif de partage des profits différé mais qui peut aussi conduire à l'actionnariat salarié.

C) Les Plans d'épargne entreprise

L'article L 443-1 du code du travail définit le plan d'épargne d'entreprise comme « un système d'épargne collectif ouvrant aux salariés de l'entreprise la faculté de participer, avec l'aide de celle-ci, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières ». Le plan d'épargne d'entreprise est donc un système d'épargne original puisqu'il combine un cadre collectif défini au niveau de l'entreprise et une initiative individuelle du salarié qui ne peut jamais être contraint de verser des sommes dans le PEE. Il effectue lui-même le choix des modes de placement de son épargne.

Le PEE peut en effet accueillir, les sommes issues des primes de participation, d'intéressement mais aussi des versements volontaires des salariés. Ces sommes sont exonérées de l'impôt sur le revenu à condition de respecter un délai de blocage de cinq années¹. Par ailleurs, les placements effectués sur un PEE bénéficient d'un abondement de l'entreprise qui va de la prise en charge des frais de gestion (obligatoire) jusqu'à des versements complémentaires en numéraire ou sous forme d'actions de la société. Le règlement du PEE, va fixer les conditions d'accès des salariés au PEE, l'origine des versements admis, le montant et les modalités d'abondement et enfin les divers fonds de placement offerts aux salariés.

La latitude laissée au chef d'entreprise ou à la négociation est ici aussi bornée par certaines règles qui se sont renforcées ces dernières années. En premier lieu, les modalités d'abondement ne doivent pas aboutir à une répartition plus favorable aux hauts salaires et surtout ne doivent pas dépasser certains plafonds².

¹ Il existe cependant des possibilités de déblocage anticipées.

² Voir la partie suivante

Le PEE peut se décliner à des niveaux plus larges que l'entreprise. Celui-ci peut en effet être un Plan d'épargne inter-entreprise (PEI) qui peut être mis en place au niveau du groupe (PEG), de la Branche (PEB) ou du secteur d'activité, ou sur des critères géographiques. Depuis 2003, le PEE peut aussi être destiné à la retraite (PERCO), les sommes placées par le salarié étant bloquées jusqu'à sa retraite.

D) Les Plans et Fonds d'actionnariat salarié

L'actionnariat salarié doit ici être entendu comme l'acquisition par les salariés d'actions de leur entreprise dans un cadre collectif. Le salarié qui choisit d'être actionnaire individuel de son entreprise ne rentre pas dans le cadre de l'épargne salariale.

Il existe en premier lieu certains dispositifs comme les Plans d'options sur actions (POA) ou les Plans d'attribution gratuite d'actions (PAGA) qui permettent d'attribuer directement des actions à certains salariés. Mis en place par les organes de direction après autorisation de l'AG ces plans sont souvent attribués discrétionnairement à un nombre très restreint de salariés¹. Dans ce cas ils constituent souvent une forme « d'intéressement basé sur les résultats boursiers » plus qu'un véritable actionnariat². Cependant, les POA ou les PAGA sont parfois octroyés à l'ensemble du personnel.

Pour la grande majorité des salariés, l'actionnariat passe plutôt par les augmentations de capital réservées aux salariés. Celles-ci permettent d'offrir aux salariés des conditions préférentielles de souscription en particulier lorsque celle-ci est effectuée via un PEE. Alors les salariés peuvent bénéficier une décote pouvant aller jusqu'à 20 % du cours de l'action, et toujours d'un éventuel abondement. De telles augmentations du capital sont ouvertes à tous les salariés de l'entreprise. La décision de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés relève de la direction de l'entreprise et doit être approuvée le cas échéant par l'assemblée générale.

¹ En 2004, moins d'un salarié sur trente des entreprises du CAC 40 bénéficiait de plan d'option sur action (DEDIEU F. (2004), « les stock options sont attribués aux cadres essentiels », entretien de M. PEBEREAU à *L'Expansion*, 24 juin).

² Les titres acquis ou souscrits grâce à des options étant d'ailleurs rapidement revendus par leurs bénéficiaires (voir ARTHUIS J., LORIDANT P. et MARINI P. "les stock-options", Rapport d'information, Sénat, n° 274, 1994-1995). La loi du 11 octobre 2006 prévoit d'ailleurs d'obliger les bénéficiaires de POA à conserver leurs actions pendant la durée de leur mandat.

L'autre dispositif permettant aux salariés d'acquérir des titres de l'entreprise consiste à leur proposer d'investir dans des OPCVM investis en titre de l'entreprises, tels que des FCPE d'actionnariat salarié¹ ou des SICAV d'actionnariat salarié. Ces modalités de placement sont prévues par les accords de participation ou les accords instaurant un PEE. Dans ce cas, on parle alors d'actionnariat salarié indirect.

Dans les faits, ces différents modes d'actionnariat des salariés sont combinés, les actions issues d'opérations d'augmentation de capital étant souvent souscrites via un FCPE. De même que rien n'interdit à un salarié d'acquérir les actions issues d'une levée d'option par le biais d'un FCPE.

2.1.4 - Un développement soutenu, tiré par l'intéressement et l'épargne en entreprise

Ces formes de rémunérations connaissent, depuis les années quatre-vingts, dix un développement soutenu. Elles concernent un nombre de salariés de plus en plus important et portent sur des montants qui s'accroissent régulièrement.

Tableau I-1 : Salariés couverts par des dispositifs d'épargne salariale (en milliers)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Variation 2004/1999
Participation : nombre de bénéficiaires	3 903	4 254	4 299	4 243	4 401	4 670	+ 19,65%
Intéressement : nombre de bénéficiaires	3 050	3 283	3 720	3 753	3 871	3 880	+ 27,20%
Abondement : nombre de bénéficiaires	1 803	2 024	2 079	2 389	2 604	2 570	+ 42,50%
PEE : nombre de salariés épargnants	2 730	2 981	2 968	3 404	3 652	3 733	+ 36,70%
Participation, intéressement, abondement PEE nombre de bénéficiaires	5 278	5 780	5 941	6 065	6 317	6 361	+ 20,5 %
nombre de salariés couverts par un des trois dispositifs	6 922	7 163	7 768	7 997	8 194	8 315	+ 20%

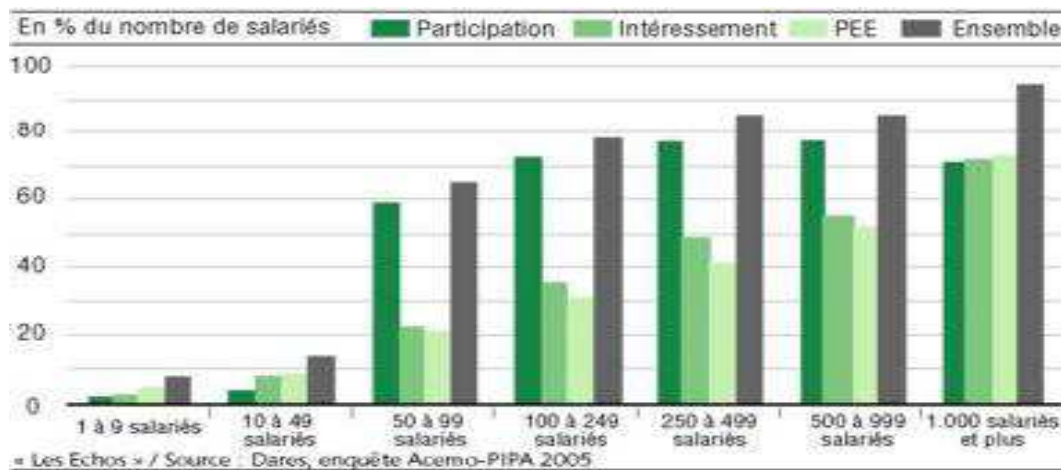
Source : DARES enquête ACEMO-PIPA

Comme on peut le constater sur le tableau 1, le nombre de salariés couverts par au moins un des dispositifs d'épargne salariale s'est accru de 20 % entre 1999 et 2004. Désormais, 54,2 % des

¹ Dont au moins le titres de l'actif est investi en titres de l'entreprise.

salariés du secteur marchand non agricole, soit plus de 8,3 millions de personnes, ont accès à un PEE ou sont couverts par des accords d'intéressements ou de participation¹. Ce sont surtout les accords d'intéressement (+ 27,2 %) et les PEE (+ 36,7 %) et leur abondement (+ 42,5 %) qui se sont diffusés auprès des salariés. Néanmoins, cet accroissement général ne doit pas masquer des disparités essentiellement liées à la taille des entreprises.

Figure I-1 : proportion des salariés ayant accès à un dispositif d'épargne salariale en 2004 (en % du nombre de salariés).



Les salariés des petites entreprises sont en effet largement exclus des dispositifs d'épargne salariale. Les salariés des entreprises de moins de 50 salariés représentent seulement 8,7 % des salariés ayant accès à un dispositif d'épargne alors qu'ils représentent 42 % de l'ensemble des salariés. À l'inverse, les salariés des entreprises de 1 000 salariés ou plus représentent près de la moitié des salariés ayant accès à un tel dispositif, alors qu'ils représentent un quart de l'ensemble des salariés². Par ailleurs, plus la taille de l'entreprise s'accroît plus la probabilité pour un salarié d'être couvert par plusieurs dispositifs s'accroît.

Parallèlement, les montants distribués aux salariés ont connu une très nette progression. Ainsi entre 1999 et 2004, le montant moyen versé à chaque salarié sous forme de prime d'intéressement, de participation et de l'abondement a progressé de 26 % (cf. Tableau 2). Les

¹ CELLIER R. et CHAPUT H. (2006), « l'épargne salariale en 2004 », *Premières informations premières synthèses*, DARES, n° 39.2, p 1.

² Ibid. p. 2.

primes d'intéressement se sont à elles seules accrues de près de 33 % sur cette même période. Cette progression est à mettre en relation avec celle du salaire moyen qui ne s'est accru dans le même temps « que » de 11,7 %. Désormais, les primes d'intéressement, de participation et l'abondement représentent 7 % de la masse salariale des entreprises qui distribuent de l'épargne salariale. Certes, les montants distribués sont sensés être dépendant des résultats des entreprises et donc de la conjoncture économique mais on constate que malgré tout l'épargne salariale représente une part de plus en plus importante de la rémunération.

Tableau I-2 : Montants de l'épargne salariale (en €)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	variation 2004/1999
Participation : montant moyen	1 104	1 158	1 177	1 161	1 207	1 289	+ 16,75%
% de la masse salariale	4,5 %	4,7 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,8 %	
Intéressement : montant moyen	1 036	1 157	1 195	1 236	1 289	1 377	+ 32,90%
% de la masse salariale	3,8 %	4,3 %	4,3 %	4,5 %	4,5 %	4,6 %	
Abondement : montant moyen	479	481	530	460	493	506	+ 5,60%
% de la masse salariale	1,7 %	1,7 %	1,8 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	
Versements totaux sur PEE (millions d'€)	5 370	5 939	6 808	6 444	7 460	7 652	+ 42,5 %
Masse salariale totale (millions d'€)	318 157	337 682	361 036	365 055	373 889	378 847	+ 19%
Salaire Moyen / tête	22 057	22 457	23 618	23 666	24 289	24 646	+ 11,73%
Participation, intéressement, abondement montant moyen	1 578	1 678	1 785	1 758	1 834	1 990	+ 26%
% de la masse salariale	6,1 %	6,5 %	6,7 %	6,5 %	6,5 %	7 %	

Source : DARES enquête ACEMO-PIPA

Au delà du dynamisme du partage des profits, on constate que les versements sur les PEE se sont accrues de 42,5 %, témoignant ainsi de l'engouement pour ces placements.

Deux enseignements peuvent être tirés de ces données. L'épargne salariale, dans son ensemble connaît, un développement très important, aussi bien dans sa diffusion auprès des salariés qu'en ce qui concerne ses montants financiers. Ce développement est principalement dynamisé par l'intéressement et les plans d'épargne entreprise. Dès lors, on ne peut comprendre cet essor sans inclure les Plans d'épargne. En fait, les pouvoirs publics ont toujours favorisé l'imbrication des

dispositifs traditionnels (partage des profits et actionnariat) autour des instruments de placement financier que sont les PES ou les OPCVM d'épargne salariale.

Sous-section 2.2 - Une épargne salariale intégrée autour de dispositifs financiers

Les différents dispositifs d'épargne salariale sont théoriquement indépendants les uns des autres. Par exemple, rien n'empêche une entreprise de ne mettre en place qu'un PEE sans autre dispositif de partage des profits ou d'actionnariat des salariés. Cependant, le système français a favorisé l'imbrication des divers dispositifs, en privilégiant l'intermédiation des PES et des OPCVM entre les primes de partage des profits et l'actionnariat des salariés. Dès lors, l'épargne salariale doit être appréhendée intégralement, c'est à dire comme le regroupement de dispositifs collectifs, variables et différés.

2.2.1 - Dès l'origine, un lien direct entre partage des profits et actionnariat

Les premiers textes législatifs instaurant l'intéressement et la participation prévoyaient la possibilité de distribuer la prime directement sous forme d'actions de l'entreprise. Ainsi, l'ordonnance du 7 janvier 1959¹ sur l'intéressement permettait que l'intéressement soit distribué sous la forme d'une participation au capital. Elle instaurait en effet la possibilité d'une distribution gratuite d'actions à la suite d'une incorporation des bénéfices au capital aboutissant à la création de nouveaux titres. De même, l'ordonnance du 17 août 1967² sur la participation aux résultats stipule que l'accord de participation peut prévoir explicitement la distribution d'actions au titre de la participation.

¹L'ordonnance n° 59-126 du 7 janvier 1959 tendant à favoriser l'association ou l'intéressement des travailleurs à la marche de l'entreprise

²L'ordonnance n° 67-693 du 17 août 1967 relative à la participation des salariés aux fruits de l'expansion des entreprises

Cependant cette « passerelle » directe entre partage des profits et actionnariat salarié n'a connu que peu de succès¹. Ainsi, l'attribution de la prime de participation sous forme d'actions n'a jamais concerné plus de 1% des entreprises distribuant de la participation², et n'était plus pratiqué que par 0,1 % des entreprises distribuant de l'intéressement en 2002³. L'attribution de la prime d'intéressement sous forme d'action a été supprimée par une ordonnance du 21 octobre 1986 qui a, au contraire, privilégié les PEE et les FCPE comme support de l'actionnariat salarié.

Ce n'est que tout récemment, que la loi du 11 octobre 2006 a créé un dividende du travail, qui pourra prendre alternativement la forme d'un supplément de participation, d'intéressement ou d'attribution de titres de l'entreprise⁴. Elle semble ainsi vouloir renouer le lien direct qui existait entre partage des profits et actionnariat salarié.

2.2.2 - *L'intermédiation croissante des Plans d'Epargne Salariale*

L'ordonnance du 17 août 1967 créant les plans d'épargne d'entreprise, prévoyait expressément que l'épargne placée sur des PEE pouvait être affectée à l'acquisition d'actions de l'entreprise. Par ailleurs, les FCPE, créés en 1968, pouvaient eux aussi recevoir les sommes placées sur le PEE ou dans la RSP, pour les investir en titres de l'entreprise.

L'ordonnance du 21 octobre 1986 va décider de fondre les différentes formules en une législation unique dont les PEE et le FCPE seront désormais les pivots. En premier lieu, le texte incite fortement au placement dans un PEE des primes de participation et désormais d'intéressement⁵ : il exonère les sommes provenant de l'intéressement de toute charge fiscale pour le salarié qui décide leur placement sur un PEE. Par ailleurs, l'intéressement versé sur un PEE peut toujours bénéficier d'un abondement de l'entreprise, dont le plafond ne cessera depuis d'être relevé

¹ CHERIOUX J. (1999), *l'actionnariat salarié : vers un véritable partenariat dans l'entreprise*, Rapport d'information de la commission des affaires sociales du Sénat, n° 500.

² Cf. tableau 3 page suivante.

³ CONSEIL SUPERIEUR DE LA PARTICIPATION (2004), *la participation financière*, La documentation française, Rapport annuel, p. 42.

⁴ La loi ayant été voté en première lecture, les décrets d'application ne sont pas encore parus.

⁵ Initialement, le PEE ne pouvait recevoir que les primes de participation. Ce n'est qu'à partir de l'ordonnance de 1986 que les PEE ont pu accueillir les primes d'intéressement.

(cf. tableau 3 ci-dessous) en particulier pour l'actionnariat salarié. Par cette ordonnance, le gouvernement a ainsi « édifié une passerelle entre l'intéressement et les plans d'épargne longue¹ », rapprochant l'intéressement de la participation dans une même logique de partage des profits différé.

Tableau I-3 : Evolution du plafond d'abondement des versements d'un salarié sur le PEE

	Plafond de défiscalisation et désocialisation de l'abondement
Ordonnance de 1967	10 % du salaire annuel dans la limite de 2 000 F/an
Ordonnance de 1986	300 % de la contribution du salarié dans la limite de 10 000 F/an
Loi de 1994	300 % de la contribution du salarié dans la limite de 15 000 F/an
Loi de 2001	Dans tous les cas l'abondement ne doit pas excéder 300 % de la contribution du salarié mais avec un plafond modulé selon les cas : - Si placement dans un PEE l'abondement est limité à 2 300 €/an - Si achat de titres de l'entreprise via PEE alors le plafond passe à 3 450 €/an - Si placement sur PPESV/PERCO ² (10 ans d'indisponibilité) alors le plafond monte à 4 600 €/an
Loi de 2004	Pour l'achat de titres de l'entreprise via PEE le plafond passe à 4 140 €/an
Loi de 2006	plafond d'abondement est désormais fixé en référence au plafond annuel de la sécurité sociale (PASS) ce qui a pour conséquence de le porter à - 8% du PASS pour le PEE soit 2 575 €/an - 16 % du PASS pour le PERCO soit 5 149 €/an

Ce mouvement sera accentué par la loi de 2001, qui impose, lors de la négociation de l'intéressement, de poser la question de la mise en place d'un PEE. Comme le montre le tableau 6, la majorité des accords d'intéressement permettent désormais aux salariés de placer leurs primes sur un PES. Ce mouvement se retrouve aussi bien dans les grandes entreprises (où les trois quarts des accords signés en 2003 prévoyaient cette possibilité) que dans les entreprises de moins de cinquante salariés.

¹ VAUGHAN-WHITEHEAD D. (1992), *intéressement, participation, actionnariat : impacts économiques dans l'entreprise*, Economica, p. 116.

² Les fonds placés dans le PERCO ne peuvent être investis à plus de 5% en titres de l'entreprise.

Tableau I-4 : Affectation des primes d'intéressement sur un plan d'épargne salariale dans les accords signés en 2003 (en %).

Affectation à un Plan d'épargne (PEE, PEI, PERCO...)	De 1 à 49 salariés	De 50 à 499 salariés	500 salariés et plus	Ensemble
Possible	52,8	55,5	72,1	54,2
Impossible	47,2	44,5	27,9	45,8
Total	100	100	100	100

Source : MESCLS-DARES, DRT-NC3

Logiquement, ces différentes mesures se sont traduites par un accroissement de la part des primes d'intéressement placées sur un PEE :

Tableau I-5 : Affectation des primes d'intéressement (en %)

	1994	1998	2000	2001	2002
Versement sur PEE	27,5	29,7	44,5	56	38,4
Versement direct au salarié	72,5	70,3	55,5	44	62,4

Source : DARES

En ce qui concerne la participation, bien qu'elle ne puisse pas être abondée dans le cadre d'un PEE¹, on doit constater qu'elle a été de plus en plus largement placée sur des PEE ou des FCPE, au détriment des CCB.

Tableau I-6 : Affectation des flux annuels de la RSP (en %)

	1980	1981	1993	1994	1996	1997	2000	2001	2002	2003
CCB	58,8	56,1	47	50	44,3	35	34,5	31,7	30,4	35
Attribution directe d'actions de l'entreprise	0,3	0,6	1	1	0,4	0,6	nd	nd	nd	nd
PEE/FCPE/SICAV (+ attribution directe actions de l'entreprise à partir de 2000)	40,9	43	52	49	54,8	63,9	63,5	68,3	69,6	65

Source : DARES

¹ En revanche, la participation placée sur un PERCO peut être abondée aux mêmes conditions que l'intéressement, en contrepartie d'une indisponibilité jusqu'à la retraite du salarié.

La grande majorité des primes de participation et une part importante des primes d'intéressement transitent désormais par des dispositifs d'épargne en entreprise. Ces dispositifs sont par ailleurs les réceptacles privilégiés de l'actionnariat salarié.

2.2.3 - Les PEE et les FCPE supports de l'actionnariat salarié

L'ordonnance de 1986 a prévu, dans son article 25, un régime spécifique d'augmentation de capital réservée aux salariés adhérant au PEE. Dans ce cadre, les salariés peuvent bénéficier d'une décote pouvant atteindre 20 % du prix de référence du titre¹, voire 30 % en cas d'indisponibilité supérieure ou égale à 10 ans, à laquelle s'ajoute les avantages fiscaux et sociaux du PEE. De fait, le passage par un PEE devient alors fortement incitatif pour l'actionnariat salarié.

Et ce d'autant plus que les dispositifs direct d'actionnariat des salariés, après s'être fortement développés dans les années soixante-dix, ont largement régressé : La Reprise d'Entreprise par les Salariés (RES) et le Plan d'actionnariat Salarié (PAS) ont été supprimés en 2001, et il ne subsistent que les POA et les augmentations de capital réservées aux salariés, qui se révèlent moins favorables fiscalement et socialement que les PEE. Seule nouveauté, la distribution gratuites d'actions prévue par la loi de finance de 2005 crée un dispositif hybride à mi-chemin entre les POA et l'actionnariat salarié.

Les sommes transitant par un PEE doivent être investies dans des OPCVM (titres de SICAV, parts de FCPE) ou en titres de l'entreprise ou d'une autre entreprise du même groupe. Comme le montre le tableau ci-dessous, ce sont très largement les FCPE qui sont le réceptacle privilégié de cette épargne.

¹ Contre seulement 10 % dans le cadre d'une augmentation de capital réservée aux salariés ne passant pas par un PEE.

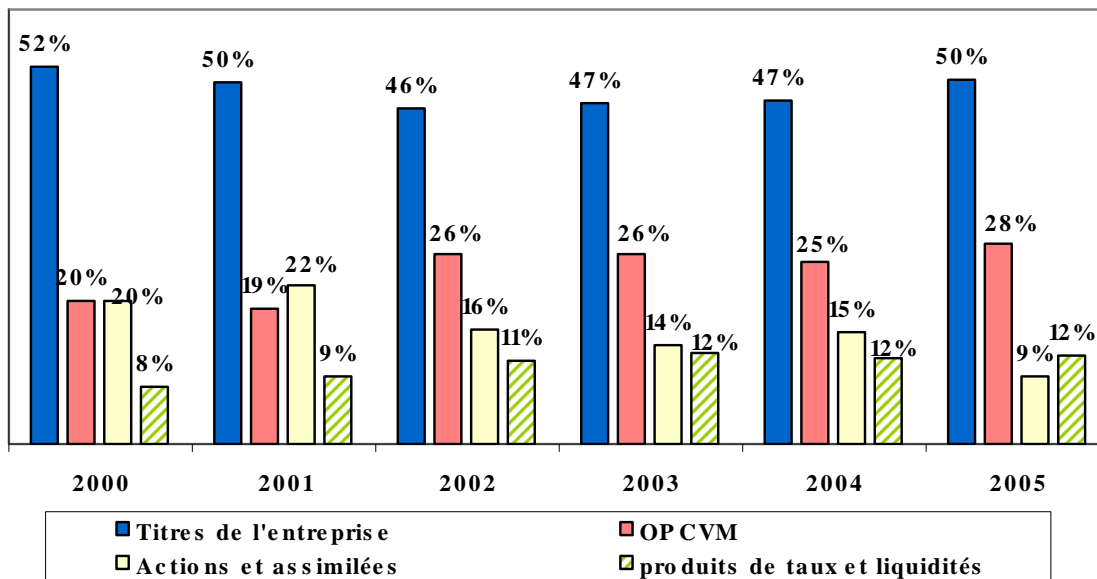
Tableau I-7 : mode de gestion des PEE* en 2003 (en %)

FCPE	94,2
SICAV	1,4
Autres	0,2
Non déclaré	4,6

* Plusieurs réponses possibles à cette question, la somme des modalités est donc supérieure à 100.
Source : DRT-DARES, calculs DARES

Les FCPE, dont l'actif peut être composé de divers placements, allant de titres de l'entreprise à d'autres OPCVM, demeurent largement orientés vers l'actionnariat salarié, puisque en 2004, plus de 47 % des encours des FCPE étaient investis en titre de l'entreprise (cf. Graphique 1)¹.

Graphique I-1 : répartition des encours des FCPE (en %)



(Source : Rapports Annuels de l'AMF)

En fait, les mécanismes directs d'actionnariat des salariés (à l'exception des POA) ont été marginalisés au profit de l'intermédiation des PEE et des FCPE. Ce mouvement implique que l'actionnariat direct des salariés est très rare, et que celui-ci s'effectue indirectement par les FCPE, ce qui peut avoir des conséquences quant à l'exercice par les salariés des droits associés à la possession de titres².

¹ AMF (2005), rapport annuel, p. 160.

2.2.4 - Une intégration qui privilégie la logique financière

Les pouvoirs publics ont recherché, avec constance, à « imbriquer » les différents dispositifs d'épargne salariale, ce qui s'est traduit par un drainage accru des primes de participation et d'intéressement vers les dispositifs d'épargne en entreprise (PEE et FCPE) et l'investissement majoritaire de ces derniers en titres de l'entreprise (cf. Figure I-2, *infra*). Cette imbrication autour des dispositifs de placement financier témoigne d'une « financiarisation » des dispositifs d'intéressement, de participation et d'actionnariat des salariés.

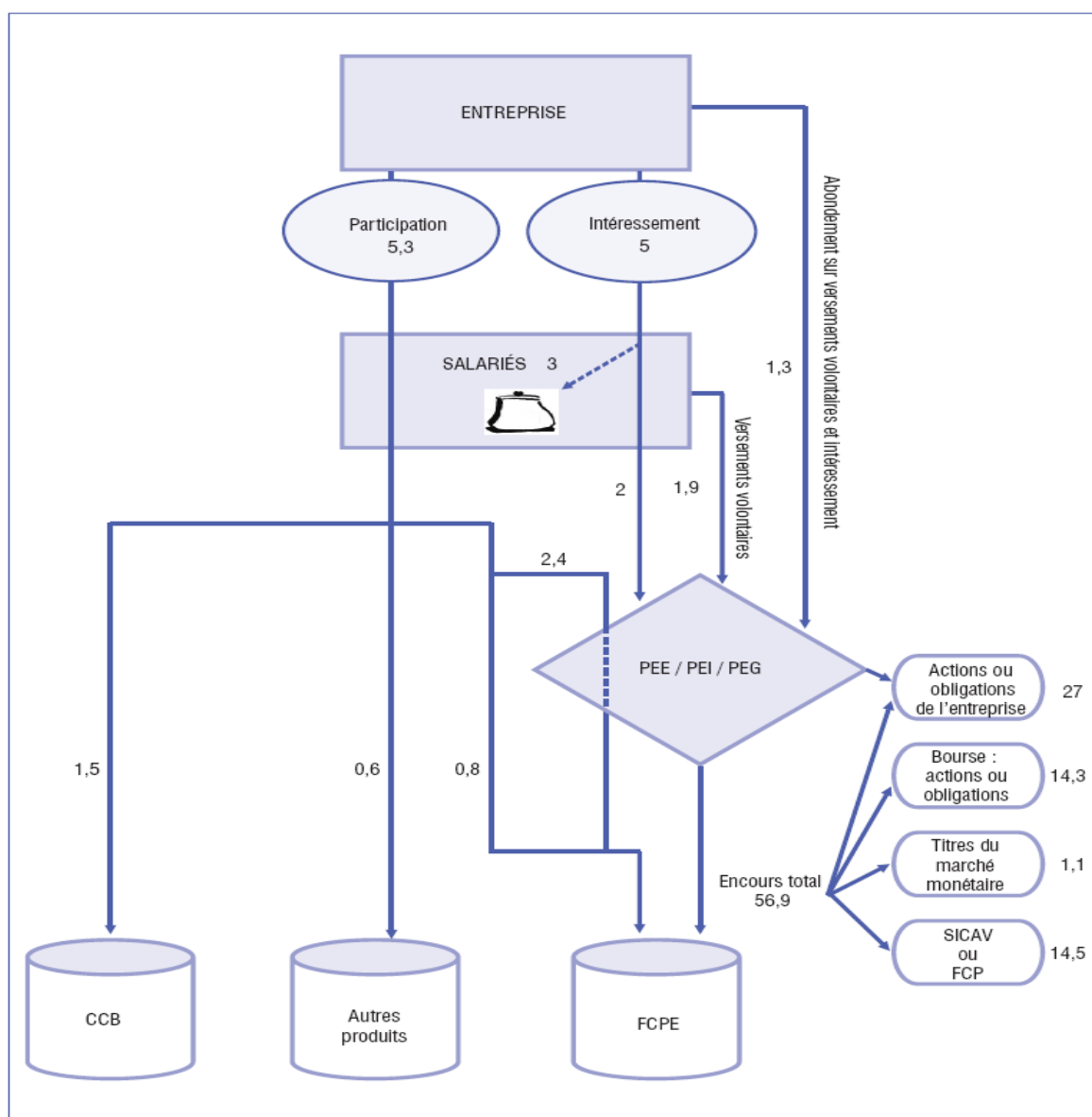
La financiarisation renvoie à un fonctionnement de l'économie dans lequel la finance joue le rôle prépondérant¹. Dans ce cadre, les marchés financiers sont le lieu décisif à la fois de financement des entreprises et des Etats (dettes publiques) mais aussi de l'évaluation de la stratégie des firmes ou des politiques publiques. La financiarisation se traduit par des politiques et des stratégies orientées vers la réalisation d'objectifs propres aux acteurs financiers (rendements financiers), au premier rang desquels se trouvent les investisseurs institutionnels².

¹ Ce rôle désormais décisif du capital financiers a été mis en évidence par de nombreux auteurs, que ce soit dans la globalisation (CHESNAIS F. (dir.) (2005) *La finance mondialisée racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, La Découverte, 269 p.), le régime de croissance et d'accumulation (AGLIETA M. et REBERIOUX A. (2004), *dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, 394 p.) ou la stratégie et la gestion des firmes (BATSCH L. (2002), *le capitalisme financier*, La découverte, 121 p.).

² Nous reviendrons plus en détail sur la financiarisation, en particulier des stratégies d'entreprises, dans le deuxième chapitre.

Figure I-2 : Montants et affectation de l'épargne salariale en 2004

(montants en milliards d'euros – Flux calculés sur l'exercice 2003 et versés en 2004 – Encours au 31 décembre 2004)



Sigles employés dans le schéma

PEE : plan d'épargne entreprise ; PEI : plan d'épargne inter entreprise ; PEG : plan d'épargne groupe ;

CCB : compte courant bloqué ; FCPE : fond commun de placement d'entreprise ;

SICAV : société d'investissement à capital variable ; FCP : fond commun de placement.

Sources : Dares, enquête Acemo - Pipa 2004 ; rapport annuel du conseil supérieur de la participation pour 2004/2005.

Il y a financiarisation de l'épargne salariale, car les FCPE et SICAV sont fondamentalement des instruments de placement financier, mais aussi parce qu'ils sont désormais les intermédiaires de la relation entre l'entreprise et les salariés. Ainsi, dans le cas le plus courant d'un actionnariat salarié indirect (via un FCPE), les salariés ne détiennent en fait que des parts de FCPE. Ils sont

représentés au conseil de surveillance du FCPE, qui décide des grandes orientations de placement et de gestion, mais la gestion financière courante demeure l'apanage de la société de gestion. D'ailleurs, si dans certains cas les salariés peuvent exercer individuellement leur droit de vote aux AG sur les titres qu'ils détiennent via le FCPE, dans la majorité des cas se sont les gestionnaires du fonds qui disposent effectivement de ce pouvoir. Ainsi, alors que la participation aux bénéfices ou au capital devait rapprocher l'entreprise et ses salariés autour d'objectifs communs voir créer un certain *affectio societatis*, elle a au contraire abouti à placer les intermédiaires financiers au centre de la relation entre l'entreprise et les salariés.

La place prépondérante des instruments de placement que sont les PEE et les OPCVM, qui sont souvent très intéressants fiscalement et socialement pour les salariés comme les entreprises, va clairement déplacer la problématique de l'épargne salariale, d'une logique d'incitation vers une logique de redistribution des revenus.

Sous-section 2.3 - L'affirmation d'une logique redistributive

Initialement, les dispositifs d'épargne salariale étaient prioritairement destinés à favoriser l'investissement des salariés dans leur entreprise (cf. Sous-section 2.2 du présent chapitre), à la fois pour motiver ou fidéliser les salariés, tout en procurant un financement à l'entreprise. Mais, l'épargne salariale s'est développée autour des dispositifs de placement financier, des PES aux OPCVM. Cette logique financière détourne peu à peu l'épargne salariale de la seule logique incitative pour s'orienter vers une logique de redistribution en faveur des salariés épargnants. La diffusion de l'épargne salariale dépasse désormais le simple cadre de l'entreprise et concerne d'autres parties prenantes que les salariés (les dirigeants de PME). Il s'instaure ainsi une logique d'épargnant salarié très éloignée de la logique d'entreprise présente dans le partage des profits ou l'actionnariat salarié. De fait l'épargne salariale semble avoir comme objectif premier d'assurer un revenu supplémentaire aux salariés.

2.3.1 - L'affirmation d'une logique de placement financier

Traditionnellement, l'épargne salariale est mise en place dans l'entreprise aux profit des salariés. Pourtant, on assiste désormais à une transformation des frontières de l'épargne salariale. L'épargne salariale est parfois ouverte à des non salariés et peut être mise en place à un niveau beaucoup plus agrégé que la société ou le groupe de société.

Pour permettre le développement de l'épargne salariale, les pouvoirs publics ont mis en place des dispositifs de mutualisation, qui permettent la l'instauration de la participation ou du PEE à un niveau plus agrégé que celui de l'entreprise, tels que les Plan d'épargne inter-entreprises (PEI) ou les PERCO-Inter-entreprises (PERCO-I). Par ailleurs, un accord de participation peut aussi être mis en place au niveau de la branche. Ces plans d'épargne sont créés par plusieurs entreprises, qu'elles soient prises individuellement, qu'elles s'inscrivent dans le cadre d'un bassin d'emploi ou bien dans le cadre d'une branche d'activité. Désormais, les branches professionnelles négocient directement sur l'épargne salariale alors qu'il s'agissait d'un thème qui se négociait quasi-exclusivement au niveau de l'entreprise.

Ainsi les dispositifs inter-entreprises se sont développés au niveau de secteurs industriels (Service de l'automobile, BTP, Commerce de détail et de gros à prédominance alimentaire, industrie pharmaceutique, Banques). Mais, ces dispositifs ont surtout permis de couvrir des secteurs dominés par l'artisanat (Charcuterie de détail, poissonnerie, coiffure...) ou encore les professions libérales¹. Fin 2005, près de trois millions de salariés et de chefs d'entreprises bénéficiaient de droit d'un dispositif d'épargne entreprise créé au niveau de la branche.

En effet, depuis 2001, le PEE est désormais ouvert au chef d'entreprise, président, directeur général, gérant et membre du directoire, ainsi qu'à son conjoint collaborateur ou associé, dans les entreprises de moins de 100 salariés². En 2005, cette disposition a même été étendue à l'intéressement.

¹ CONSEIL SUPERIEUR DE LA PARTICIPATION (2006), *la participation financière : rapport annuel pour 2004/2005*, La documentation française, Rapport annuel, p. 51-53.

² l'accord d'intéressement ne peut pas être conclu dans une entreprise comportant un seul salarié, si celui-ci est également président, directeur général, gérant ou membre du directoire (art. L. 441-1 du code du travail).

On assiste donc à un double mouvement : d'une part l'épargne salariale sort du strict cadre de l'entreprise, d'autre part elle ne s'adresse plus exclusivement aux salariés. Si ces mesures permettent effectivement de diffuser plus largement les dispositifs d'épargne salariale dans les petites entreprises, elles rompent clairement avec la philosophie initiale d'une participation financière destinée à favoriser la coopération au sein de l'entreprise. La logique d'épargne prend ainsi le pas sur la logique d'entreprise.

2.3.2 - L'épargne en entreprise limitée par les droits des salariés épargnants

Comme nous l'avons montré précédemment, l'épargne salariale est normalement destinée à être réinvestie dans l'entreprise. Cela devait permettre aux salariés de devenir des investisseurs (CCB) ou actionnaires de l'entreprise, et dans le même temps de fournir une source de financement stable à l'entreprise. C'est pourquoi, les pouvoirs ont encouragé les dispositifs différés (blocage obligatoire de la participation, incitation fiscale du PEE...)¹.

Pourtant, cette logique est remise en cause au profit du développement des droits d'épargnant des salariés. En effet, les pouvoirs publics cherchent désormais à sécuriser les avoirs des salariés (placements diversifiés, transférabilité de savoirs) et à assurer la disponibilité de cette épargne pour que les salariés puissent faire face à certaines dépenses (déblocages anticipés).

A) les placements diversifiés : la sécurisation des rendements

Jusqu'à la loi du 19 février 2001, l'offre de placement offerte dans le cadre du PEE était entièrement laissée à la discrétion des rédacteurs du règlement du PEE. Désormais, la loi impose que soit proposée la possibilité d'investir dans « un produit d'épargne diversifié et liquide »². Par ailleurs, en raison des problèmes de liquidité des titres, lorsqu'un fonds est investi en titres non

¹ Voir Sous-section 2.2 du présent chapitre.

² C'est à dire un OPCVM diversifié respectant les règles de division des risques telles que prévues par l'article L 214-4 du code monétaires et financier, soit pas plus de 5 % des actifs investis en titres d'un même émetteur et pas plus de 10 % d'une même catégorie de titres d'un même émetteur. Cf. Circulaire du 6 avril 2005 relative à l'épargne salariale, *op.cit.*, p. 133.

cotés de l'entreprise, son actif doit comporter au moins un tiers de titres liquides (des titres cotés ou des parts d'OPCVM eux-mêmes investis en titres cotés) ou il doit être instauré un mécanisme de liquidité¹. Ces mesures visent à éviter que les salariés ne soient obligés d'investir l'intégralité de leurs fonds en titres de l'entreprise, en particulier lorsque le PEE est mis en place à la seule initiative du chef d'entreprise. Dans le cadre d'un PERCO, qui a pour objectif de permettre aux salariés de se constituer une épargne en vue de sa retraite, la loi prohibe tout simplement la possibilité que ce fonds serve de support à l'actionnariat salarié².

Dans tous les cas il s'agit de limiter autant que possible le risque supporté par le salarié, qui en cas de défaillance de son entreprise peut subir à la fois la perte de son emploi et celle de son épargne. Pourtant, les fonds investis dans l'épargne salariale sont de toute façon protégés contre le risque d'insolvabilité de l'entreprise par l'Assurance Garantie des Salaires³ (AGS). La diversification du portefeuille vise donc ici plutôt à garantir un certain niveau de rendement à l'épargne salariale, le titre de l'entreprise pouvant évoluer moins favorablement que l'ensemble du marché.

B) Le livret d'épargne salariale : l'entreprise simple pourvoyeuse de placement financier ?

Cette volonté de sécuriser les avoirs des salariés se retrouve dans la création du livret d'épargne salariale par la loi du 19 février 2001. Ce « livret d'épargne salariale » permet à chaque salarié de connaître et d'assurer la continuité de ses droits en matière d'épargne salariale⁴. Dès qu'un salarié quitte l'entreprise, que ce soit volontairement ou à la suite d'un licenciement, l'employeur est tenu de lui remettre un livret d'épargne salariale établissant ses avoirs en matière d'épargne salariale.

¹ DIRECTION DES RELATION DU TRAVAIL (2005), *Epargne salariale*, circulaire interministérielle, 6 avril, p. 131.

² L'article L 443-1-2 nouveau du code du travail dispose que le règlement du PERCO ne peut pas prévoir l'achat de parts de FCPE dont plus du tiers de l'actif est composé de titres émis par l'entreprise qui a mis en place le plan ou par les sociétés qui lui sont liées, ni d'actions de SICAV d'actionnariat salarié, ni de titres de l'entreprise ou d'une entreprise qui lui est liée. En outre, si l'actif est investi en parts de FCPE diversifiés, ceux-ci ne peuvent détenir plus de 5 % de titres de l'entreprise qui a mis en place le plan ou d'entreprises qui lui sont liées. Cette limitation ne s'applique pas aux parts et actions d'OPCVM éventuellement détenues par le fonds.

³ Créée en 1973 et gérée par les Assedics.

⁴ Voir la circulaire interministérielle du 6 avril 2005 relative à l'épargne salariale, 251 p.

Surtout, ce livret ouvre au salarié un large choix quant au devenir de son épargne. S'il ne choisit pas de débloquent ces sommes, il a le droit de maintenir ses placements dans les plans et fonds de son ancienne entreprise¹. Il peut aussi transférer ses avoirs dans les dispositifs d'épargne de son nouvel employeur². En d'autres termes, en aucun cas, le salarié ne perd le bénéfice des avantages acquis grâce à l'épargne salariale : Cette « transférabilité » sécurise bien entendu les avoirs des salariés, mais ne permet plus aux entreprises de prendre en « caution³ » l'épargne salariale pour limiter le départ volontaire des salariés. Surtout, la logique de livret d'épargne renforce encore la prééminence de la logique d'épargnant sur celle de l'entreprise qui est finalement réduite à une simple pourvoyeuse de placements financiers.

C) Le blocage de l'épargne salariale : une exception ?

Pour tenir compte des besoins spécifiques des salariés épargnants, les pouvoirs publics n'ont cessé d'encadrer et de réduire le caractère « différé » de ces dispositifs, normalement assuré par le blocage des fonds investis issus de la participation ou investis dans un PEE ou un PERCO. Il existe en effet, de nombreux cas de déblocage anticipé qui permettent aux salariés de récupérer leurs avoirs sans sanction financière (cf. tableau 8).

¹ A condition qu'il ne s'agisse pas d'un fonds investi en totalité d'actions de l'entreprise. Dans ce cas l'employeur est alors tenu de proposer une autre solution de placement à l'ancien salarié.

² Et ceci sans sanction fiscale, puisque les sommes transférées n'entrent pas dans le plafond de 25 % de la rémunération pour les sommes placées sur un PES. Qui plus est lorsque les sommes sont transférées de la participation, d'un PEE ou PEI vers un PERCO, elles peuvent être abondées par le nouvel employeur.

³ Voir 1.3.4. p. 29-31.

Tableau I-8 : cas de déblocage anticipé des dispositifs d'épargne salariale

Cas de déblocage	Participation/ PEE/ PEI	PERCO
Mariage ou conclusion d'un PACS	X	
Naissance ou adoption d'un troisième enfant	X	
Divorce, séparation, dissolution d'un PACS	X	
Invalidité du salarié, de ses enfants, de son conjoint ou de la personne liée par un PACS	X	X
Décès du salarié, de son conjoint ou de la personne liée par un PACS	X	X
Cessation du contrat de travail	X	
Création ou reprise d'entreprise, installation en vue d'exercer une profession libérale, acquisition de parts sociales de SCOP.	X	
Acquisition, agrandissement, remise en état après catastrophe naturelle de la résidence principale	X	X
Surendettement du salarié	X	X
Expiration des droits à l'assurance chômage du titulaire		X

De la naissance à la mort en passant par le mariage, les possibilités de déblocage anticipé couvrent désormais «tous les grands moments de la vie professionnelle et privée, heureux et malheureux ¹».

Cela abouti à ce que les flux d'épargne salariale débloquée soient presque aussi importants que les flux entrants : en 2005 près de 10,2 milliards d'€ ont été débloqués pour 11,2 milliards d'€ placés sur des OPCVM². Plus encore, le départ du salarié de l'entreprise pour cessation du contrat de travail (quelque soit la situation dans laquelle elle intervient : licenciement, démission , fin de contrat...) ou création d'entreprise constitue le premier motif de déblocage anticipé (545 000 cas), loin devant l'achat de la résidence principale (144 000 cas)³. Ceci montre que la fidélisation des salariés qui était l'objectif prioritaire d'une rémunération différée est en partie remis en cause par les possibilités de déblocage et transfert des avoirs offertes au salarié. Ensuite, les cas de déblocages mettent en évidence que l'épargne salariale ne sert plus uniquement des objectifs de l'entreprise (fonds propres, fidélisation), mais à financer certains besoins d'investissements ou de consommation des ménages. Ce mouvement ne devrait pas faiblir, puisque le projet de loi de l'actuel gouvernement, après avoir hésité à raccourcir les délais de blocage, prévoit d'ajouter de

¹ LE BRUN F. et TURIN M. (2006), « Epargne salariale : 10 points clefs », *Les Echos Week-end*, Vendredi 24 et samedi 25 février, p. 7.

² AFG, communiqué de presse du 15 mars 2006, p.2.

³ *ibid.*

nouveaux cas de déblocage¹. Bref, le blocage qui était initialement la règle de l'épargne salariale est « presque devenu l'exception² ».

La logique d'entreprise fait peu à peu place à une logique d'épargne, où les intérêts du salarié-épargnant prennent le pas sur ceux de l'entreprise. La priorité n'est plus d'orienter cette épargne vers l'entreprise mais de garantir aux salariés le rendement, la liquidité, la transférabilité et la disponibilité de leurs avoirs. L'épargne salariale se rapproche ainsi de la logique des placements financiers traditionnels. Dans ce cas, l'objectif de ces dispositifs devient prioritairement la distribution de revenus aux salariés.

2.3.3 - Une logique de redistribution affirmée

Avec la multiplication des cas de déblocages anticipés, l'épargne salariale a désormais comme objectif prioritaire de fournir une rémunération différée pour répondre à certains besoins de financement des ménages. Cet objectif de redistribution, se retrouve dans les mesures de déblocage exceptionnel de la participation et des PEE, ou de la prime exceptionnelle d'intéressement. Les pouvoirs publics utilisent ces dispositifs pour distribuer ponctuellement du pouvoir d'achat aux salariés et soutenir la consommation.

A) Les déblocages exceptionnels pour soutenir la consommation

En 2004 et en 2005, deux lois d'initiative gouvernementale ont autorisé le déblocage exceptionnel de la participation avant le délai légal des cinq années³. La loi du 9 août 2004 « pour le soutien à la consommation et à l'investissement » a autorisé le déblocage anticipé des sommes placées au titre de la participation dans la limite de 10 000 € par personne. L'année suivante, la loi du 26 juillet 2005 « pour la confiance et la modernisation de l'économie » a autorisé le déblocage immédiat de la participation attribuée au titre de l'exercice 2004⁴. Déjà, en

¹ Notamment la possibilité de débloquer son épargne pour financer les Etudes de ses enfants ou prendre en charge une personne dépendante...

² TURIN M. (2006), « Epargne salariale : vous me suivez ? », *Les Echos*, n° 19694, Vendredi 23 juin, p. 11.

³ Cf. Circulaire interministérielle du 14 septembre 1994, relative aux conditions d'application des mesures exceptionnelles de déblocage anticipé des droits des salariés au titre de la participation

⁴ Différence notable avec la mesure de 2004, les sommes débloquées seront assujetties à l'impôt sur le revenu.

1994, le gouvernement avait autorisé le déblocage exceptionnel de la participation pour l'achat d'un véhicule neuf ou la réalisation de travaux immobiliers, dans l'objectif affiché de soutenir les secteurs de l'automobile et du bâtiment.

Ces déblocages exceptionnels visent explicitement à mener une politique « contra cyclique », les sommes versées antérieurement au titre du partage des profits devant servir à stimuler la conjoncture économique actuelle. Ces mesures ont cependant été largement critiquées tant pour leurs conséquences néfastes pour la situation financière de certaines entreprises¹ que pour les résultats discutables en terme de relance de la consommation².

L'épargne salariale sert désormais des objectifs de politique économique conjoncturelle autrefois dévolus aux augmentations salariales. D'ailleurs, les primes exceptionnelles permettent aussi de répondre ponctuellement aux revendications sociales sur le pouvoir d'achat.

B) Les primes exceptionnelles : une politique de redistribution

La loi du 26 juillet 2005 a autorisé les entreprises à conclure un accord leur permettant de verser une prime exceptionnelle d'intéressement au titre des résultats de 2004. Cette mesure est ouverte à toutes les entreprises qu'elles disposent ou non d'un accord d'intéressement.

- Les entreprises qui disposent déjà d'un accord d'intéressement peuvent verser une surprime au delà du plafond habituel des primes d'intéressement. Si l'entreprise a versé un intéressement au titre de l'exercice 2004, la prime exceptionnelle ne pourra pas dépasser 15% du montant de la prime d'intéressement versée au titre de l'exercice 2004 ou 200 € (on retiendra la limite la plus favorable au salarié).
- Les entreprises ne disposant pas d'accord d'intéressement, doivent en même temps que la prime exceptionnelle négocier la mise en place d'un intéressement pour les années suivantes. Dans ce cas, la prime exceptionnelle est plafonnée à 200 €.

¹ CORNUT-GENTILE F. et GODFRAIN J. (2005), op.cit, p. 20.

² L'impact sur la consommation des mesures de déblocage et de prime exceptionnelles étant estimé à moins de 0,1 % (LUCAS J-M. (2005), « France : salaires, participation, intéressement », *Ecoweek*, Direction des études économiques, BNP-Paribas, 16 mai, n° 05-20, 6 p.). Voir aussi, REMOND A. (2006), « l'épargne salariale ou comment flexibiliser les salaires », *Le Monde Diplomatique*, août, pp. 4-5.

Dans le même état d'esprit, pour 2006, le gouvernement a autorisé les entreprises à verser un « bonus exceptionnel », pouvant aller jusqu'à 1 000 €¹. Ce bonus, n'est pas à strictement parler une prime exceptionnelle d'intéressement car il est mis en place par un accord salarial (sans nécessité d'un accord d'intéressement). Cependant, sur tous les autres points ce bonus rejoint l'intéressement : exonération de charges sociales (sauf CSG et CRDS) et exonération d'impôt sur le revenu si le salarié place ce bonus dans un PES.

Le principe de cette « surprime » de partage des profits est en passe d'être pérennisé par le projet de « loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié », qui permet à la direction de l'entreprise de verser un « dividende du travail » prenant la forme d'un supplément d'intéressement, de participation ou d'actions gratuites de l'entreprise.

Ces primes exceptionnelles de partage des profits permettent d'étendre l'épargne salariale à de nouveaux salariés mais, aussi et surtout, de relever le plafond des primes d'intéressement et de participation² et d'accroître les montants distribués. Après une longue phase de modération salariale entamée au début des années quatre-vingts, il s'agit de « redistribuer les profits autrement que par la seule voie du salaire³ ».

2.3.4 - Un objectif de redistribution dans un cadre financiarisé

Cette orientation vers une logique de redistribution se traduit aussi sémantiquement, par la mise en avant de la notion d'épargne salariale au détriment de celui de participation financière. Ainsi, F. CORNUT-GENTILLE et J. GODFRAIN⁴, estiment que « la substitution du terme de participation par celui d'épargne salariale » relève avant tout « d'une financiarisation du sujet⁵ ». Et les auteurs d'opposer une vision gaulliste de la participation, « préoccupée par les relations

¹ Art. 17 de la Loi du 19 décembre 2005 de financement de la sécurité sociale pour 2006

² La prime globale d'intéressement ne peut dépasser 20 % de la masse salariale brute de l'entreprise, et les primes individuelles la moitié du plafond de la sécurité sociale pour l'intéressement et les ¾ de ce plafond pour la participation.

³ Entretien de Thierry BRETON, Ministre de l'économie, au journal Le Monde, 13 avril 2005.

⁴ CORNUT-GENTILLE F. et GODFRAIN J. (2005), *Une ambition : la participation pour tous*, Rapport au premier ministre de la mission parlementaire, Paris, 29 septembre, 63 p.

⁵ op. cit. p 7.

internes aux entreprises¹ », à la terminologie d'épargne salariale, « traduction financière² » de la participation, adoptée « paradoxalement ou tactiquement³ » par la gauche.

La formulation en termes politiques de l'opposition entre les deux notions renvoie à l'histoire de ce concept qui est étroitement liée à la philosophie sociale et politique, comme aux débats théoriques sur la nature de la firme. Insister sur le concept de « participation » c'est considérer que l'introduction d'une participation financière aux résultats de l'entreprise s'inscrit dans un projet plus large d'association ou de réconciliation du capital et du travail, auquel le discours sur la « valeur partenariale » fait aujourd'hui écho. C'est considérer une forme particulière de rémunération comme un dispositif incitatif au service d'une vision particulière de la gouvernance de l'entreprise.

En revanche, l'épargne salariale « n'a pas pour objet de nier ou de supprimer le conflit d'intérêt entre le capital et le travail⁴ ». Comme le soulignent Jean-Baptiste de FOUCAULD et Jean-Pierre BALLIGAND celle-ci vise d'avantage à accroître les performances des entreprises, en particulier parce qu'elle permettrait une flexibilité des rémunérations « par le haut⁵ » et une amélioration des fonds propres des entreprises dans le cadre du nouveau capitalisme actionnarial. L'épargne salariale renvoie alors à une problématique globale liée à la nature du capitalisme « actionnarial » qui s'est développé depuis les années quatre-vingt dix. Dans ce cadre, l'épargne salariale est avant tout un instrument redistributif, qui peut modifier la répartition des flux financiers en faveur des salariés et des fonds propres des entreprises.

C'est pourquoi, le terme d'épargne salariale, bien que non dénué d'ambiguïté, nous semble devoir être privilégié par rapport à la notion de participation financière. Il permet de mettre en évidence l'importance des dispositifs d'épargne (PES, CCB et Fonds de placement) comme de l'actionnariat salarié. Enfin, il symbolise effectivement une rupture avec la participation financière telle qu'elle s'est instaurée à l'époque du capitalisme industriel et se situe clairement

¹ Ibid

² op. cit. p 5

³ op. cit. p 8

⁴ FOUCAULD J-B. et BALLIGNAD J-P. (2000), *L'épargne salariale au cœur du contrat social*, La Documentation Française, Collection des Rapports officiels, 374 p.

⁵ Ibid.

dans le cadre du « nouveau capitalisme¹ » dominé par les investisseurs financiers et la création de valeur pour l'actionnaire.

¹ PLIHON D. (2004), *Le nouveau capitalisme*, La découverte, collection Repères, n° 370, 128 p.

CHAPITRE II - L'ÉPARGNE SALARIALE AU SERVICE DE LA CREATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE

Comme nous l'avons mis en évidence, l'épargne salariale semble tiraillée entre plusieurs objectifs pas nécessairement compatibles. D'une part, les théories de la valeur actionnariale considèrent l'épargne salariale comme une rémunération sans effet incitatif, mise en place uniquement dans le but d'accroître le revenu distribué aux salariés, au détriment des actionnaires. D'autre part, des théories alternatives mobilisent l'épargne salariale comme incitation collective pour justifier une organisation de la firme prenant en compte l'intérêt des différentes parties prenantes et non pas des seuls actionnaires. Cependant, en France, l'épargne salariale s'est largement orientée vers une logique redistributive privilégiant l'intermédiation financière. Dans ce cadre, les analyses en terme d'incitation intra-firme ne peuvent expliquer, à elle seules, le développement récent de l'épargne salariale dans les entreprises françaises. Surtout que les théories de la valeur actionnariale considèrent que lorsque l'épargne salariale est mise en place dans une optique purement redistributive, celle-ci serait préjudiciable à la création de valeur actionnariale.

Pourtant, l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire domine aujourd'hui les stratégies des entreprises alors que se développe parallèlement l'épargne salariale. En fait, loin d'être opposés, le développement de l'épargne salariale et la création de valeur actionnariale sont tout à fait compatibles. En effet, l'impératif de création de valeur pour l'actionnaire impose aux entreprises de faire pression sur leur masse salariale. Dans ce cadre, la substitution des augmentations générales de salaire par de l'épargne salariale présente des avantages financiers notables pour les entreprises, du point de vue comptable, fiscal, social et économique, qui permettent de modérer et flexibiliser la masse salariale (section 1). A ces avantages, s'ajoutent ceux découlant du caractère différé de l'épargne salariale, dont le placement direct ou indirect dans l'entreprise peut contribuer à améliorer la situation financière, en limitant le besoin en fond de roulement et en permettant un renforcement des fonds propres (Section 2).

Section 1 - L'épargne salariale favorise la modération salariale dans le cadre de la valeur actionnariale

Le développement de l'épargne salariale est indissociable du mouvement de financiarisation de l'économie. Celui-ci se traduit au niveau des entreprises par le principe de la valeur actionnariale qui implique de nouvelles normes de gestion orientées vers la maximisation de la rentabilité pour les actionnaires. Afin d'atteindre ces objectifs de création de valeur, la masse salariale est soumise à une forte pression. Dans ce cadre, la rémunération sous forme d'épargne salariale peut être considérée comme un facteur favorable à la rentabilité de la firme et à la création de richesse pour les actionnaires. En effet, les dispositifs d'épargne salariale présentent certains avantages financiers liés à certaines de leurs spécificités comptables, fiscales, sociales et économiques (effet déport) qui incitent les entreprises à les développer au détriment des salaires.

Sous-section 1.1 - La modération salariale, conséquence de la création de valeur pour l'actionnaire

L'objectif de maximisation de la valeur actionnariale est devenu un critère contraignant dans l'élaboration de la stratégie des entreprises. La « création de valeur » a évolué en même temps que les indicateurs de gestion devenaient de plus en plus raffinés et soucieux de maximiser la richesse des actionnaires y compris au détriment d'autres parties prenantes ou de l'entreprise en tant que structure productive. En particulier, les différentes stratégies mises en place pour atteindre les exigences de création de valeur se traduisent par une pression accrue sur la masse salariale.

1.1.1 - La valeur actionnariale : soumettre les firmes aux intérêts des investisseurs

Le « retour de l'actionnaire¹ » comme partie prenante dominante de la firme s'est traduit par la mise en avant de la création de valeur actionnariale. Soutenue par des principes de bonne gouvernance et de nombreux indicateurs de gestion, la valeur actionnariale vise essentiellement à faire de la rémunération des investisseurs l'objectif prioritaire de la firme.

A) Le retour de l'actionnaire

Au niveau de l'entreprise, la financiarisation s'est traduite par un « retour de l'actionnaire », et a promu une vision et un fonctionnement de l'entreprise au service exclusif de ses propriétaires. Il s'agit de remettre en cause le pouvoir des cadres dirigeants qui avait été mis en évidence par BERLE et MEANS² ou John Kenneth GALBRAITH³. En effet, les directions d'entreprise qui ne possédaient pas d'actionnaire – ou de bloc d'actionnaires – de référence, se retrouvaient toutes puissantes en face d'un actionnariat dispersé. Au contrôle des actionnaires s'est alors substitué un contrôle managérial qui permettait aux directions d'entreprise de mener une politique largement autonome des intérêts des actionnaires. Ainsi, pendant la période du compromis keynésien, cette autonomie des dirigeants, couplée à une politique économique centrée sur l'investissement productif, a abouti à faire chuter les revenus des prêteurs et des propriétaires sous l'effet conjugué de la baisse des taux de profits des entreprises et de la forte inflation⁴.

Ce retour de l'actionnaire a été permis par un double mouvement :

- une vision théorique de la firme qui place les actionnaires comme étant les parties prenantes essentielles de l'entreprise

¹ L'HELIAS S. (1997), *le retour de l'actionnaire : pratiques du corporate governance en France, aux Etats Unis et en Grande Bretagne*, Ed. Gualino, 179 p.

² BERLE A.A. et MEANS G.C. (1932), *the modern corporation and private propriety*, Transaction Publishers (reedition 1991), 426 p.

³ GALBRAITH J.K. (1967), *le nouvel état industriel*, Gallimard, 426 p.

⁴ PLIHON D. (2002), *le nouveau capitalisme*, op.cit, p. 22.

- l'émergence des investisseurs institutionnels¹ qui, en centralisant de grandes quantités de liquidités, sont désormais en mesure de peser sur les directions d'entreprise.

Ce mouvement s'est traduit politiquement par la promotion d'un « gouvernement de l'entreprise² » dont l'objectif principal est de contrôler les dirigeants et de renforcer le poids des investisseurs dans l'entreprise comme en témoignent, en Grande Bretagne, les rapports CADBURY et GREENBURY (en 1992 et 1995) et en France, les rapports VIENOT (en 1995 et 1999). Cette représentation de l'entreprise comme structure où les dirigeants sont au service exclusif des actionnaires se traduit en pratique par la priorité donnée à la rémunération de ces derniers : la création de valeur actionnariale.

B) La création de valeur pour l'actionnaire : un principe, plusieurs indicateurs

Comme le souligne A. REBERIOUX³, la valeur actionnariale peut être définie à deux niveaux distincts : d'une part, elle renvoie à une « représentation » de la firme dans laquelle les dirigeants sont au service des actionnaires. D'autre part, la valeur actionnariale désigne un « objectif ou un indicateur de gestion » qui consiste simultanément : 1) à restituer aux actionnaires les flux de trésorerie net issus de l'activité économique (*free cash flow*⁴), ceux-ci étant plus à même que les dirigeants de les utiliser pour des investissements rentables ; 2) à maximiser autant que possible ces *free cash flow*, c'est à dire la richesse des actionnaires.

¹ Les investisseurs institutionnels désignent les organismes de placement collectif dont le métier est de placer sur les marchés des titres, l'épargne des ménages (tandis que les banques sont des intermédiaires dont la fonction première est de réaliser des prêts aux agents non financiers). Cependant, il existe différents types d'investisseurs institutionnels, des OPCVM, aux fonds spéculatifs (*hedge fund*) en passant par les fonds de pension ou les compagnies d'assurance, dont les objectifs et les modalités de gestion peuvent être très éloignées. Pour une synthèse complète voir A. BOUBEL et F. PANSARD (2004), *Les investisseurs institutionnels*, La Découverte, 123 p.

² Pour un point sur cette question voir CHARREAUX G. et WIRTZ P. (2006), *Gouvernance des entreprises, nouvelles perspectives*, Economica, 396 p.

³ REBERIOUX A. (2005), « les fondement microéconomiques de la valeur actionnariale : une revue critique de la littérature », *Revue Economique*, Vol. 56, n° 1, pp. 51-76.

⁴ La notion de *free cash flow* est sensée exprimer les liquidités restantes de l'entreprise, une fois financé les investissements de renouvellement nécessaires au maintien de sa capacité productive. Ce *cash flow* libre peut alors être affecté « discrétionnairement » par le dirigeant, vers des investissements de croissance, la distribution de dividendes, le désendettement, le rachat d'actions.

Il existe cependant plusieurs mesures possibles de la création de valeur¹ : des ratios boursiers comme le bénéfice par action (BPA)² ou le *price earning ratio* (PER)³ ou encore le rendement total de l'actionnaire (*Total shareholder return* - TSR) mesuré par l'addition des dividendes et de la plus value boursière⁴ ; il peut aussi s'agir de ratios de rentabilité, que ceux-ci portent sur la rentabilité économique comme le Retour sur Capitaux Investis (*Return on capital employed* - ROCE⁵) ou le *Return on asset* (ROA)⁶, ou qu'ils mesurent la rentabilité financière ou bien la rentabilité des capitaux propres comme le *Return on equity* (ROE)⁷, le *Q de Tobin*⁸ ou le *Market to book ratio*⁹. Ces indicateurs sont souvent publiés par les grands groupes cotés et servent de cadre d'analyse statistique aux études scientifiques en économie ou en finance.

S'ils offrent une information ponctuelle sur la santé économique et financière d'une entreprise, ces ratios montrent leurs limites lorsqu'il s'agit de guider les choix de placement des investisseurs. En effet, ils n'offrent aucune indication sur la façon dont les bénéfices sont répartis et surtout ils n'intègrent que des informations liées aux rendements alors que les investisseurs doivent aussi évaluer le risque lié aux placements. C'est pourquoi, pour évaluer les firmes les investisseurs utilisent des instruments plus complexes comme le Medaf¹⁰ et l'EVA¹¹. Comme le montre la figure ci-dessous, les indicateurs de création de valeur ont évolué concomitamment avec l'influence des marchés financiers sur l'entreprise, les indicateurs cherchant de plus en plus à restreindre les marges de manœuvre des dirigeants et à faire prévaloir une vision actionnariale de la valeur créée par l'entreprise.

¹ Voir LORDON F. (2000), « la « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'année de la régulation*, n° 4, Ed. La Découverte, pp. 117-165.

² Mesure le bénéfice après impôt dégagé par chacune des actions ordinaires

³ Le PER d'une action est égal au rapport du cours de cette action sur le bénéfice par action.

⁴ Le RTA (*Total shareholder return* – TSR en anglais), représente le changement de valeur du capital d'une entreprise cotée sur une période, plus les dividendes, exprimés comme un pourcentage en plus ou moins de la valeur d'ouverture. On le calcule comme suit : $RTA = (\text{cours action fin de période} - \text{cours action début de période} + \text{dividendes}) / \text{cours de l'action en début de période}$.

⁵ Mesuré par le rapport entre les profits nets et les charges intérêt/ capitaux propres et dettes.

⁶ En français : "rentabilité des capitaux investis". Il se calcule en divisant le bénéfice avant intérêts des emprunts et après impôt par la somme des capitaux propres et des dettes financières ; Il exprime la capacité des capitaux investis à créer un certain niveau de bénéfice avant endettement

⁷ se calcule en divisant le bénéfice net de l'exercice par le montant des capitaux propres de l'entreprise. Il exprime donc la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un certain niveau de bénéfice

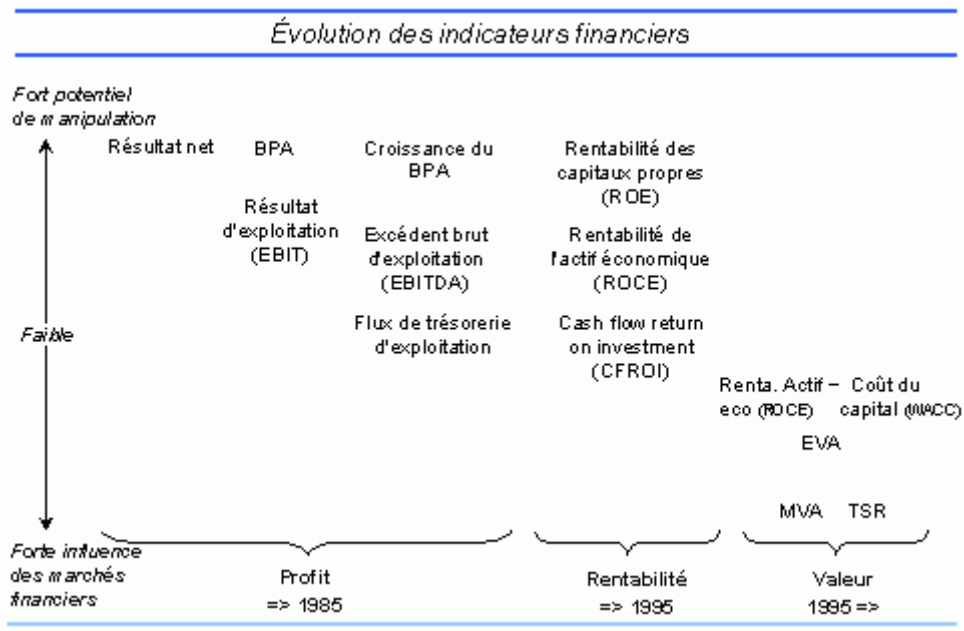
⁸ valeur des actions / montant comptable des actifs.

⁹ Le *market to book ratio* compare la valeur de la firme estimée par les marchés financiers et sa valeur comptable. Il se calcule par la valeur de la capitalisation boursière de la firme/ valeur comptable des actifs de la firme.

¹⁰ Pour Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers.

¹¹ Pour *Economic Value Added*.

Figure II-1 : Evolution des indicateurs financiers utilisés par les entreprises



Source : Lettre de Vernimmen, Juillet 2001.

Les seuls indicateurs de profitabilité ou de rentabilité de l'entreprise ne sont plus considérés comme une mesure de la valeur actionnariale qui doit prendre compte le coût relatif des capitaux pour l'investisseur.

C) L'évaluation de la firme par les investisseurs : l'importance du coût du capital

Comme le montre Michel ALBOUY¹, dans la logique actionnariale « il ne suffit pas qu'une entreprise soit bénéficiaire au sens comptable pour qu'elle crée de la valeur ». Pour qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires, il faut que la rentabilité des capitaux investis soit supérieure au coût des différentes sources de financement (le coût du capital). Or parmi ces sources de financement, si le coût de la dette est bien pris en compte dans le compte de résultat,

¹ ALBOUY M. (1999), « théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 81-90.

en revanche le coût des fonds propres ne l'est pas¹. Dans les faits, les actionnaires, apporteurs en fonds propres, exigent une rémunération minimale qui compense le coût d'opportunité des fonds propres par rapport au coût du capital² et le risque pris dans le cadre de leur investissement. C'est pourquoi cette rémunération (ou ce coût du capital) doit être intégrée et même déterminante dans le calcul de la création de valeur.

Pour ce faire, les investisseurs ont longtemps utilisé le coût moyen pondéré du capital³ (CMPC) ou le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Le MEDAF va permettre à l'investisseur d'actualiser le coût des fonds propres de la firme à risque pondéré.

$$r_e = r_s + \beta(r_m - r_s)$$

où r_e = rendement exigible ; r_s = rendement sans risque ; r_m = rendement moyen exigé par les investisseurs ; β = risque intrinsèque attaché à l'investissement (ou risque non diversifiable) ; $r_m - r_s$ = prime de risque de marché

Cette formule implique que le rendement exigible par les investisseurs soit égal au rendement de l'actif sans risque (assimilé aux obligations d'état) auquel s'ajoute une prime de risque. Comme le précisent Daniel BAUDRU et François MORIN⁴, le MEDAF est un modèle d'équilibre, pour

¹ Ibid p. 82. Ce que conteste formellement Frédéric LORDON puisque dans le compte de résultat les dividendes sont imputés au résultat net comptable (LORDON F. (2000), *Fonds de pension pièges à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, éd. Raisons d'agir, p. 58). En fait, les investisseurs et les modèles financiers considèrent que les dividendes ne représentent qu'une partie de la rémunération des actionnaires. Celle-ci est concernée « par le taux global de rendement, lequel en plus du flux des paiements de dividendes comprend également l'appréciation du capital – toute augmentation du prix de l'action » (BLACK A., WRIGHT P. et BACHMAN J. (1999), *Gestion de la valeur actionnariale*, Dunod, p. 43).

² Ce que l'on appelle aussi la prime de risque de marché.

³ Le coût moyen pondéré du capital, ou CMPC, représente le coût qui résulte de la possibilité, pour les investisseurs, d'arbitrer entre plusieurs actifs et de baser leur choix sur le risque que présentent les revenus futurs de cet actif. Ainsi, plus un actif produira des revenus volatils, plus il sera "risqué" et plus la rentabilité exigée sera élevée (les investisseurs qui recherchent un placement plus sûr ont la possibilité de choisir, sur le marché, un actif présentant un risque moindre). Cet équilibre entre risque et rentabilité constitue le socle de cette méthode. Le CMPC dépend du risque de l'actif économique en fonction duquel les créanciers et les actionnaires vont déterminer le taux de rentabilité qu'ils exigent sur les dettes et les capitaux propres de l'entreprise.

$$CMPC = E / V * k_E + D / V * k_D * (1-t)$$

Avec : E = fonds propres ; D = dettes ; V = valeur totale de l'entreprise, soit E+D ; k_E = Coût des fonds propres ; k_D = coût de la dette ; t = taux d'imposition.

⁴ BAUDRU D. et MORIN F. (1999), « Gestion institutionnelle et crise financière : une gestion spéculative du risque », dans Conseil d'Analyse Economique, *Architecture financière internationale*, rapport n° 18, pp. 151-169.

lequel « il ne s'agit donc pas d'extraire un maximum de valeur, mais bien de déterminer le « juste » niveau de rémunération associé au risque économique subi par l'investisseur¹ ». Dans ce modèle il s'agit bien de calculer un bénéfice « résiduel » au sens où le risque ultime reste subi par l'investisseur.

Cependant, la seule prise en compte de la vision actionnariale (le coût du capital) ne suffit pas à comprendre les implications de la création de valeur. La mise en place de nouveaux indicateurs comme l'EVA-MVA implique en fait une exigence de rentabilité minimale de la part des entreprises.

1.1.2 - Du Medaf à L'EVA : vers un « revenu actionnarial minimum garanti »

De nouveaux indicateurs de création de valeur se sont développés, tel que l'actualisation des *Free cash flow* (FCF) et surtout l'*Economic value added* associée à la *Market Value added* (EVA-MVA)². Ces modèles convergent vers une évaluation des entreprises guidée uniquement par la maximisation de la création de valeur pour l'actionnaire par rapport à la valeur de marché³. De ce fait, ils assujettissent « la performance économique de la firme à une exigence *ex ante* de rémunération financière⁴ ». Ainsi, ces modèles ne sont pas de simples outils d'évaluation pour les investisseurs, mais bel et bien des instruments normatifs de contrôle des dirigeants⁵. Comme le soulignent Lilian BRISSAUD et Remy MENETRIER, par l'EVA « ce sont bien les actionnaires réels (les propriétaires) et potentiels (le marché) qui dictent une grande partie de la conduite

¹ Ibid. p. 152. Les guillemets sont le fait des auteurs qui précisent que le terme « juste » est utilisé ici pour rappeler le cadre du modèle d'équilibre.

² En français on parlera de valeur ajoutée économique et de valeur ajoutée de marché. Les deux notions sont généralement associées, et plus encore liées, puisque la MVA est l'actualisation au coût moyen pondéré du capital des EVA futures.

³ Au delà de cette convergence de fond, les deux méthodes aboutissent pratiquement « à la même valorisation de la firme ». En effet, l'EVA est égale au FCF augmenté de la variation nette des capitaux investis et diminué de leur rémunération. Pour plus de détail voir ALBOUY M. (1999), « théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *op.cit.*, pp. 84-85.

⁴ BAUDRU D. et MORIN F. (1999), *op.cit.*, p. 155.

⁵ Ils sont de ce fait un des mécanismes du gouvernement des entreprises au service des actionnaires (PONSSARD J-P. et ZARLOWSKI P. (1999), « nouveaux indicateurs de création de valeur : des outils satisfaisants pour l'évaluation interne des activités de l'entreprise ? », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 91-98)

stratégique de la firme et qui la pousse à accroître le flux de liquidité libre potentiellement distribuable¹ ».

L'EVA va donc permettre de déterminer les flux de liquidités libres de toute affectation pouvant potentiellement être distribués aux actionnaires. Ceci se traduit par un calcul différentiel entre le flux de liquidité dégagé sur l'actif économique (le résultat opérationnel après impôts - NOPAT²) et le flux de liquidités nécessaires à la rémunération des apporteurs de capitaux (capitaux engagés³ - CE - évalués au coût moyen pondéré du capital - CMPC).

$$EVA = NOPAT - (CE \times CMPC)$$

Comme on le voit, par rapport aux modèles du type MEDAF ou CMPC, l'EVA ne cherche pas simplement à calculer le coût du capital (CE x CMPC) pour en tirer le rendement souhaitable de l'actif, mais rapporte ce coût aux résultats de l'entreprise. Dès lors, l'objectif n'est pas simplement d'égaliser le coût des capitaux propres estimé, mais bien de le surpasser, c'est à dire obtenir une EVA positive. Autrement dit, « Le but de l'EVA n'est donc pas de faire émerger la valeur de marché de la firme, mais bien la *valeur supplémentaire* créée par l'entreprise par rapport au niveau de rendement exigible à l'équilibre⁴ ». En fait, l'EVA sera positive lorsque les résultats opérationnels de la firme seront positifs « une fois imputées les charges associées aux apports de fonds propres, évaluées au coût du capital⁵ » : ce qui implique que les actionnaires, dont les apports en fonds propres ont déjà été rémunérés une première fois au coût du capital, vont se voir octroyer une rémunération supplémentaire correspondant à l'EVA. Le coût du capital constitue ainsi une sorte de « revenu actionnarial minimum garanti⁶ » qui doit être complété par une EVA positive.

¹ BRISSAUD L. et MENETRIER R. (2000), « la création de valeur pour l'actionnaire et ses effets sur la gestion des groupes français : l'exemple de l'*Economic value added* », dans JACOT H. et LE DUGOU J-C (dir.), *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial ?*, L'Harmattan, p. 87.

² pour *Net operating profit after taxes*.

³ Les capitaux engagés comprenant les capitaux propres, les primes d'émission en valeur brute cumulées, les provisions et quasi fonds propres et les dettes financières nettes des créances de trésorerie.

⁴ BAUDRU D. et MORIN F. (1999), op.cit., p. 156 ; souligné par nous.

⁵ LORDON F. (2000), *Fonds de pension pièges à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, éd. Raisons d'agir, pp. 56-57.

⁶ Selon l'expression de Frédéric LORDON (op.cit. p. 57).

Cette logique est encore accentuée par la méthode du MVA¹ qui actualise les EVA futures au CMPC. La MVA permet donc de calculer un rendement anticipé. Cependant, dans ce modèle, le versement du rendement calculé *ex ante* peut lui aussi survenir *ex ante*. Si les investisseurs sont en position de peser sur les décisions d'affectation de la firme, ils pourront exiger le paiement immédiat de tout ou partie de l'EVA anticipée. Dès lors, « le risque économique de la non réalisation des flux espérés [...] est complètement supporté par la firme puisque l'investisseur, par la biais de la MVA, obtient aujourd'hui le versement de revenus correspondant aux flux futurs anticipés² ».

Idéalement, pour atteindre le niveau d'EVA, l'entreprise doit générer d'avantage de flux de liquidité de son activité économique. Mais si elle n'y parvient pas, pour servir ce « revenu actionnarial minimum garanti » l'entreprise doit alors réduire ses coûts pour dégager un niveau de rentabilité opérationnelle suffisant ou bien moduler sa structure financière (volume des fonds propres, ratio d'endettement). Ceci conduit alors les directions d'entreprise à adopter « un pilotage interne et de mise sous tension de l'organisation par le coût du capital³ ».

1.1.3 - Valeur actionnariale et gestion des firmes : la masse salariale sous pression

La création de valeur pour l'actionnaire devient souvent un impératif et implique d'orienter la gestion de l'entreprise essentiellement et principalement vers la réalisation de cet objectif. Pour ce faire, la direction de l'entreprise dispose de plusieurs leviers principalement basés sur la réduction des coûts d'exploitation ou du capital. La masse salariale se trouve toujours au cœur de ces stratégies qui se traduisent par une modération salariale et/ou une flexibilité accrue⁴.

¹ Pour *Market Value Added*.

² BAUDRU D. et MORIN F. (1999), op.cit., p. 159.

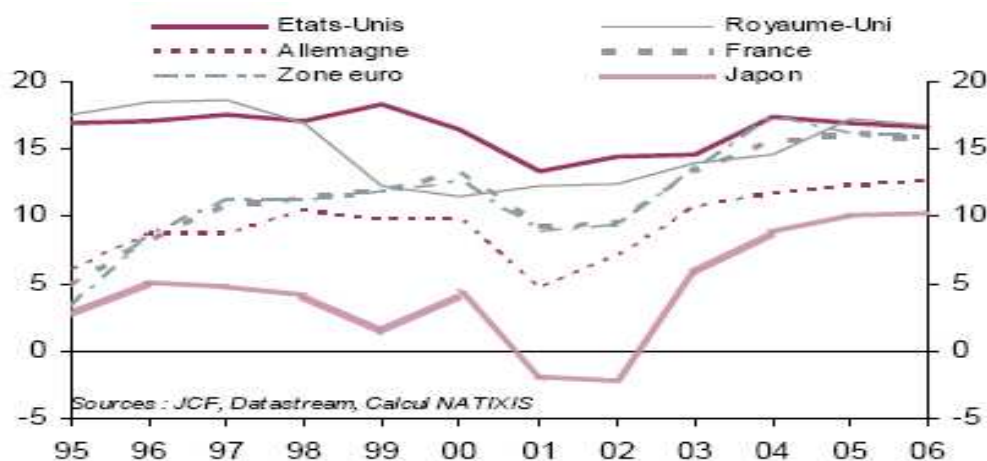
³ HOARAU C. et TELLER R. (2002), *création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, 217 p

⁴ Derrière le concept de « création de valeur » il y est avant tout question de répartition de la richesse créée, tant est si bien que l'on peu considérer avec Jean Marie HARRIBEY que la valeur actionnariale est fondamentalement la valeur captée par le capital financier (HARRIBEY J.M. (2001), « la financiarisation du capitalisme et la captation de valeur », in DELAUNAY J-C (Dir.), *le capitalisme contemporain, questions de fond*, Paris, L'Harmattan, pp. 67-111).

A) La création de valeur : une exigence

On assiste à la mise en place d'une évaluation financière de la firme principalement objectivée par sa capacité à assurer à ses actionnaires un niveau de rentabilité minimum. Plusieurs études¹ ont ainsi affirmé que les investisseurs, en particuliers institutionnels, exigeaient un taux de ROE de 15 % par an. Loin d'être une simple rhétorique, cette exigence se traduit dans les faits par une convergence des ROE autour de ce fameux seuil de 15 % (cf. Graphique ci dessous).

graphique II-1 : Evolution du ROE



in ARTUS P. (2007), « jusqu'où la rentabilité et les cours boursiers peuvent monter ? », *Flash-marché*, Natixis, n° 2007-09, p. 8.

Le problème est que ces 15 % de ROE correspondent à un rythme d'accumulation beaucoup plus élevé que celui de la croissance économique ou de la croissance des entreprises cotées. Pour distribuer de tels niveaux de ROE, les entreprises doivent donc adopter une gestion stricte basée sur la réduction des coûts et des capitaux engagés.

B) La rationalisation et la réduction des coûts

L'évolution des critères de gestion a eu pour conséquence de subordonner la gestion de la firme à la maximisation de valeur actionnariale. Pour maximiser cette valeur actionnariale l'entreprise

¹ Notamment, PLIHON D. (2002), *Rentabilité et risques dans le nouveau régime de croissance*, Rapport pour le Commissariat Général au Plan, Ed. La Documentation Française, 216 p.

doit accroître ses résultats opérationnels tout en réduisant le coût des capitaux engagés. Les entreprises doivent mettre en œuvre une série de stratégies de réduction et de rationalisation de ses coûts que l'on peut classer en quatre catégories¹ :

- le recentrage sur les métiers de base
- les fusions acquisitions
- le *re-engineering* de la chaîne de valeur
- la réduction des capitaux engagés

Dans les faits, la réduction des coûts est principalement centrée sur la réduction de la masse salariale². En premier lieu, la recherche d'accroissement des résultats opérationnels passe par une minimisation des charges liées à l'exploitation, au premier rangs desquels figurent les frais de personnel. En effet, en tant que coûts fixes, ceux-ci pèsent directement sur les résultats de l'entreprise. Comme le montre Rachel BEAUJOLIN³, la gestion opérationnelle de l'entreprise est guidée par des ratios essentiellement financiers que ce soit sous l'angle de la rentabilité (masse salariale/CA) comme de la productivité⁴ (CA/ masse salariale). Ces indicateurs poussent les directions à agir sur la variable qu'ils contrôlent le plus directement, c'est à dire la masse salariale, afin d'améliorer la rentabilité. La masse salariale est alors considérée uniquement comme une charge et non pas comme une source de valeur ajoutée. D'un strict point de vue comptable, la réduction substantielle et durable des charges salariales permet en effet d'accroître les résultats opérationnels et financiers de l'entreprise à court et à long terme⁵, bien que de nombreuses études soulignent les limites et les dangers d'une telle stratégie.

¹ Selon la classification proposée par D. PLIHON (2002), op.cit., p. 33-35.

² HOAREAU C. et TELLER R., op.cit.

³ BEAUJOLIN R. (1998), « les engrenages de la décision de réduction des effectifs », *Travail et Emploi*, n° 75, pp. 19-32.

⁴ Pour une critique des indicateurs de productivité et du rapport CA/effectifs en particulier, lire BRODIER P-L (1994), « la valeur ajoutée une autre logique pour l'entreprise », *L'Expansion Management Review*, n° 72, 4 p. Selon cet auteur, « la productivité est normalement un rapport entre une production et les ressources mises en œuvre pour l'obtenir. Le rapport CA/effectifs n'est donc pas une mesure de productivité puisque le CA ne mesure pas une production et l'effectif ne constitue pas la seule ressource mise en œuvre (notamment dans les entreprises où l'intensité capitaliste est élevée). La politique induite par un tel indicateur ne laisse place à aucune alternative : pour accroître la productivité il faut, naturellement, réduire les effectifs » (ibid. p.2).

⁵ TAOUFIK S. (2004), « L'impact des réductions substantielles d'effectif sur les performances économiques des entreprises nord-américaines », *Congrès de l'association francophone de gestion des ressources humaines*, Montréal, 1^{er}-4 septembre, p. 7/22.

C) La réduction des capitaux engagés

Néanmoins, dans le cadre de la création de valeur pour l'actionnaire, il ne s'agit plus seulement pour les dirigeants de maximiser les résultats de l'entreprise par la réduction des charges d'exploitation, mais aussi de minimiser le coût des capitaux engagés. En fait, comme le montrent Lilian BRISSAUD et Remy MENETRIER la valeur actionnariale prolonge et dépasse les normes de performances financières basées sur les résultats opérationnels ou le chiffre d'affaire¹. En effet l'EVA, ne mesure pas forcément une « création de valeur » mais le différentiel entre les résultats opérationnels et le coût des capitaux engagés, ce qui implique qu'une firme peut afficher une EVA positive malgré des résultats stables ou en baisse, simplement en réduisant les capitaux engagés². Cette stratégie est pour la direction d'une entreprise un moyen rapide et direct pour accroître la valeur distribuée aux actionnaires.

Pour réduire les capitaux engagés, l'entreprise dispose de plusieurs leviers³ :

- la réduction du Besoin en Fond de Roulement (BFR) : la réduction du BFR (réduction des délais client ou accroissement de celui des fournisseurs) permet en effet de diminuer les Fonds de Roulement (FR) et donc les Fonds propres.
- la recherche d'économie en capital productif : permet de réduire la part des capitaux immobilisés pour la production.
- le rachat d'actions : permet d'accroître mécaniquement la valeur des actions restantes (à taux de profit équivalent). Si l'opération est financée par un endettement dont le coût est inférieur aux fonds propres, alors la rentabilité est accrue par l'effet levier.

Dans le cadre de ces stratégies de réduction des capitaux, la masse salariale est encore directement concernée, que ce soit dans la recherche de minimisation du BFR (les salaires et charges sociales représentant une part souvent importante du BFR) comme dans la réduction des capitaux immobilisés qui se traduit généralement par des réductions d'emplois.

¹ BRISSAUD L. et MENETRIER R. (2000), op.cit, 88. « On bascule ainsi d'une *logique centrale d'entreprise de profitabilité des ventes* (mesurées par le ratio Résultat opérationnels /chiffre d'affaire) à une *logique centrale d'actionnaire de profitabilité des capitaux engagés* (mesurée par le ratio résultat opérationnel/capitaux engagés) ». Souligné par les auteurs.

² BRISSAUD L. et MENETRIER R. (2000), p. 82.

³ D. PLIHON (2002), op.cit., p. 33-35.

1.1.4 - La modération salariale au carrefour des stratégies de création de valeur.

Comme nous venons de le montrer la mise sous tension de l'entreprise par l'impératif de création de valeur pour l'actionnaire impose à l'entreprise de réduire et de flexibiliser autant que possible sa masse salariale.

A) La réduction de la masse salariale

Le moyen le plus radical consiste à réduire les effectifs employés. Pour ce faire les entreprises ont recours à l'externalisation de certains de leurs services, ce qui permet « de « faire sortir » une partie des salariés du périmètre de l'entreprise pour en confier la gestion à des sous-traitants extérieurs qui subiront la pression sur les coûts, notamment salariaux, [...] et les conséquences des à coups conjoncturels ¹ ».

Elles peuvent aussi prendre la forme de *downsizing*², c'est à dire la réduction de la taille des unités de productions dans le but d'accroître la rentabilité³. Deux conceptions du *downsizing* sont alors possibles : une conception « défensive » qui vise à réagir à une baisse des résultats et une conception « offensive » qui vise à préserver la compétitivité de l'entreprise sur le long terme. Les réductions d'effectifs qui ne sont guidées que par le seul souci d'atteindre un objectif de création de valeur sont parfois qualifiées de « licenciements boursiers⁴ ».

¹ PLIHON D. (2002), op.cit. p. 34.

²DEGORRE A. et REYNAUD B. (2003), « Les performances des entreprises s'améliorent-elles avec une réduction de l'emploi des salariés non qualifiés et qualifiés ?- Une évaluation sur données françaises (1994-2000)- », *Étude du Cepremap*, novembre, 40 p.

³ Le *Downsizing* peut ainsi se distinguer du *re-engineering* qui s'il peut impliquer des réductions d'effectifs, a pour objectif d'améliorer la productivité.

⁴ Le terme de « licenciements boursiers » fut utilisé pour qualifier les opérations de réduction du personnel mises en place pour répondre aux exigences de rentabilité des investisseurs : on a ainsi pu voir certaines entreprises fermer des unités de production ou se séparer de certaines activités, dont la rentabilité, bien que positive, était inférieure au rendement exigé par les investisseurs. Ce fut par exemple le cas de la société Danone en 2001, qui pris la décision d'externaliser et/ou de fermer l'ensemble des activités biscuiterie (cf. PERREZ R. et BRABET J. (2002), *Management de la compétitivité et emploi*, L'Harmattan, 380 p.

B) Flexibilité de la masse salariale

Afin de flexibiliser leur masse salariale, les entreprises ont enfin recours à différentes formes « d'emplois instables¹ » allant du recours à l'intérim à l'utilisation des contrats à durée déterminée. Ainsi, pour l'année 2000, 19 % des heures travaillées dans le secteur privé marchand ont été effectuées par des salariés restés moins d'un an dans leur entreprise².

Parallèlement, pour le personnel restant, disposant souvent de contrats de travail stables, les entreprises vont chercher à optimiser la gestion de la masse salariale. Tout d'abord, elles vont modérer autant que possible les augmentations de salaires, notamment en privilégiant des augmentations individuelles dans la cadre d'enveloppes globales³. Ainsi, selon la DARES, près de six salariés sur dix du secteur marchand non agricole bénéficient désormais, en totalité ou en partie, d'augmentations de salaire individualisées⁴.

Par conséquent, on ne peut pas analyser la création de valeur actionnariale comme « une simple répartition « secondaire » des profits (entre profits réinvestis et profits distribués) qui n'altérerait pas le partage primaire entre le capital et le travail de la valeur créée⁵ ». Ainsi, la part des salaires dans la valeur ajoutée des sociétés non financières est passé de 72,5 % en 1981 à 65 % en 2003. Pour les seules sociétés industrielles du CAC 40, ce chiffre a glissé de 59 % en 2001 à 52 % en 2004⁶.

En fait, les salaires sont désormais plus variables que les profits qui présentent au contraire une grande stabilité⁷. Comme le note Patrick ARTUS « les chocs économiques affectent de moins en

¹ LECLAIR M. et ROUX S. (2005), « mesure et utilisation des emplois instables dans les entreprises », *document de travail de la direction des études et synthèses économiques*, INSEE, G 2005/04, 38 p. Les auteurs définissent l'emploi instable comme les emplois d'une durée inférieure à un an.

² Ibid.

³ Les négociations sur les revalorisations salariales ne sont plus basées sur le gain de pouvoir d'achat des salariés, mais sont désormais discutés en référence à l'accroissement de la masse salariale : les augmentations de salaire, individuelles ou générales, sont alors plafonné à un certain pourcentage de la masse salariale.

⁴ BRIZARD A. (2006), « l'individualisation des hausses des salaires de base : près de six salariés sur dix concernés », *Premières informations premières synthèses*, n° 09.1, 4 p.

⁵ SERFATI C. (1997), « La domination du capital financier : quelles conséquences ? », p. 65.

⁶ DUCOURTIEUX C., « la généreuse politique de dividende des sociétés du CAC 40 », *Le Monde*, 16 Mai 2006.

⁷ Cité par DEDIEU F. (2006), « idées reçues : un actionnaire risque davantage qu'un salarié », *l'Expansion*, n° 711, p. 128.

moins la rentabilité des entreprises et de plus en plus les salaires¹». En fait, cette variabilité accrue des salaires traduit la capacité des actionnaires à faire pression sur les entreprises pour que celles-ci maintiennent leur rentabilité quelque soient les retournements conjoncturels, y compris en transférant les risques économiques sur les salariés². Et selon Michel AGLIETTA, ce transfert des risques est accru par « la versatilité de la demande et la gestion au plus juste des stocks » qui accentuent la variabilité de l'emploi ainsi que par « la décentralisation des entreprises en unités polyvalentes gérées en centre de profit » qui accentuent les disparités salariales³.

Bien entendu, cette flexibilité passe aussi par le développement des rémunérations variables indexées sur les performances individuelles ou collectives. Ainsi, l'épargne salariale se développe souvent au détriment des augmentations de salaire pérennes.

Sous-section 1.2 - L'épargne salariale : maîtriser la masse salariale pour accroître les résultats financiers de la firme

Alors que les salaires subissent une pression constante sous l'effet des exigences de rentabilité des actionnaires, nous avons vu que les entreprises et les pouvoirs publics cherchaient à développer l'épargne salariale. Comment expliquer que les entreprises privilégient la distribution des *cash flows* à leurs salariés via des mécanismes d'épargne salariale ? Ceci s'explique tout simplement parce que la rémunération sous forme d'épargne salariale est considérée comme un facteur de création de valeur actionnariale. Comme nous l'avons vu précédemment, l'exigence de création de valeur pour l'actionnaire impose aux entreprises une gestion stricte de leur masse salariale. La substitution de l'épargne salariale aux augmentations salariales permet de flexibiliser la masse salariale ce qui a pour conséquence de ne pas dégrader les résultats de la firme en cas de conjoncture défavorable. Le gain de flexibilité apporté par des dispositifs d'intéressement au bénéfices ou d'actionnariat salarié a été mis en évidence de longue date. Cette flexibilité n'est pas

¹ ARTUS P. (2006), « deux problèmes sérieux que devra régler le capitalisme s'il veut rester accepté », *Flash-IXIS*, n° 2006-324, 12 p.

² ARTUS P. et DEBONNEUIL M. (1999), « crises, recherche de rendement, et comportement financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », in BERGSTEN F., DAVANNE O. et JACQUET P., *Architecture financière internationale*, Rapport du CAE, la documentation française, n° 18, 241 p.

³ AGLIETTA M. (1998), *Le capitalisme de demain*, Notes de la fondation Saint-Simon, p. 10.

seulement conjoncturelle, mais structurelle : elle permet de maîtriser à moyen et long terme l'évolution de la masse salariale. Par rapport au salaire, les dispositifs d'épargne salariale bénéficient en effet d'un statut fiscal, social et comptable de faveur. Surtout, en tant que rémunération variable, l'épargne salariale va avoir un effet déport sur la masse salariale.

1.2.1 - L'épargne salariale, source d'amélioration des résultats financiers de la firme

L'effet positif attribué à l'épargne salariale ne peut s'expliquer par la seule « compatibilité » économique avec le régime de croissance financiarisé. Au niveau micro-économique, la rémunération sous forme d'épargne salariale est aussi considérée comme un facteur d'accroissement des performances financières de l'entreprise. A l'origine de cette vision, on retrouve le postulat des effets bénéfiques que l'épargne salariale est sensée avoir sur le comportement des salariés, que ce soit en terme d'accroissement de la productivité ou de réduction des coûts d'agence, et qui doivent à terme se traduire par un accroissement de la rentabilité de la firme. Mais, l'épargne salariale peut aussi avoir un effet direct sur la rentabilité de la firme en raison de considérations plus gestionnaires et/ou institutionnelles. Parmi celles-ci, on trouve le statut fiscal et comptable des dispositifs d'épargne salariale et leur impact favorable sur l'accroissement de la masse salariale.

Le fait que l'épargne salariale puisse avoir un effet positif sur la rentabilité de l'entreprise est cependant discuté. De nombreuses analyses estiment au contraire, que l'épargne salariale peut entraîner une baisse du profit de la firme, qui ne peut être compensée que par des gains de productivité. Mais le lien productivité – rentabilité peut lui aussi être assez distendu. Les études empiriques aboutissent ainsi à des résultats nuancés.

A) Théoriquement l'épargne salariale à un impact ambigu sur le profit...

Si la plupart des études se sont focalisées sur l'impact de la participation financière en terme de productivité (cf. Chapitre I, section 1), l'impact sur les performances financières de la firme est toujours discuté. Pourtant cette question semble décisive puisque il est vraisemblable comme le soulignent Aver BEN-NER et Derek C. JONES, que les actionnaires n'accepteront de partager les profits avec les salariés que si cela maximise les profits et pas simplement la productivité¹.

Dans une large mesure, les analyses de l'impact des dispositifs d'épargne salariale sur les performances financières de la firme restent souvent basées sur l'hypothèse que l'épargne salariale va inciter les salariés à adopter un comportement favorable à la productivité de l'entreprise. Ainsi, selon FITZROY et KRAFT², les plans de partage des profits sont susceptibles d'améliorer la rentabilité de la firme car ils permettent d'inciter les salariés à la coopération. Douglas KRUSE³, pour sa part, estime que le partage des profits peut accroître l'efficacité organisationnelle de la firme en favorisant une meilleure diffusion de l'information. C'est donc parce que les salariés modifient leurs comportements que la rentabilité de la firme est susceptible de s'améliorer. La rentabilité découle alors directement de la « productivité ». Pourtant, comme le notent Pierre CAHUC et Brigitte DORMONT, « les mécanismes d'incitation reposent sur une ambiguïté : l'effort au travail n'est qu'un des déterminants de la rentabilité, les aléas techniques, financiers et commerciaux jouant un rôle important⁴ ».

Les effets sur la rentabilité de la firme sont aussi délicats à considérer, en raison de l'interdépendance constitutive de ces deux variables⁵ : les entreprises distribuant des primes de partage des profits sont logiquement celles qui réalisent des profits⁶, et toute étude statistique de la relation partage des profits/rentabilité doit tenir compte du fait que ces deux variables sont

¹ BEN-NER A. et JONES D. (1995), "employee participation, ownership, and productivity : a theoretical framework", *Industrial Relations*, Vol. 34, N° 4, p. 549.

² FITZROY F. et KRAFT K. (1986), op.cit.

³ KRUSE D. (1992), "profit sharing: does it make a difference?", op. cit.

⁴ CAHUC P. et DORMONT B. (1992), op.cit. ,p.39.

⁵ MUKHOPADHYAY A. (1989), "Profitability and profit sharing: A comment on Fitzroy and Kraft", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 38, n° 1, pp. 111-114.

⁶ Les entreprises les moins rentables étant moins susceptibles de mettre en place de tels dispositifs. Voir PENDERGAST C. (1999), op.cit., p. 42.

dépendantes et peuvent donc s'influencer mutuellement¹. De fait, il y a donc une limite méthodologique aux études affirmant le lien entre performance financière et épargne salariale : le sens de la causalité². Il est en effet possible que ce soient les entreprises les plus profitables qui mettent en place des dispositifs d'épargne salariale. Ainsi, pour Stéphane TREBUCQ³, les entreprises qui mettent en place des plans d'actionnariat des salariés peuvent utiliser ceux-ci comme un instrument de redistribution et non de motivation. D'éventuelles performances positives peuvent être une cause, plus qu'une conséquence de l'actionnariat salarié. Ceci suggère qu'au-delà de la motivation des salariés, d'autres variables pourraient influencer la relation entre actionnariat salarié et performances.

Qui plus est, d'un point de vue théorique, la relation entre Epargne salariale et rentabilité n'est pas univoque. En effet, le profit net de l'entreprise pourra diminuer en raison précisément de la redistribution d'une part des bénéfices aux salariés. Ceci est explicite dans le modèle de Martin WEITZMAN, où les entreprises qui appliquent individuellement un système de partage subissent effectivement une baisse de leur profitabilité, seulement compensée par une amélioration de la conjoncture économique liée aux externalités positives de la généralisation du partage des profits à l'ensemble des firmes⁴. En effet, dans le cadre du partage des profits, les actionnaires devraient accepter un ROE plus faible afin de compenser financièrement le risque pris par les salariés dans la variation de leur rémunération⁵.

D'ailleurs, d'éventuels gains de productivité liés à l'épargne salariale, peuvent ne compenser que partiellement la diminution de la profitabilité : c'est notamment le cas si, la rémunération étant liée à la productivité, le coût du travail augmente avec les gains de productivité⁶. Ainsi, plusieurs

¹ Voir KIM S. (1998), « does profit-sharing increase firm's profits ? », *Journal of Labor research*, Vol. XIX, n°2, pp. 351-370, et BHARGAVA S. (1994), "profit-sharing and the financial performance of companies : evidence from UK panel data", *Economic Journal*, vol. 104, n° 426, pp. 1044-56.

² AUBERT N. (2003), « Mécanismes d'incitation et implications pour l'organisation de l'actionnariat salarié : revue de la littérature », *Working Paper CEROG*, IAE-Université Aix-Marseille, n° 669, p. 44-45.

³ TREBUCQ S. (2004), "the effects of ESOPs on performance and risk : evidence from France", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 1, n° 4, pp. 81-93.

⁴ WEITZMAN M. (1984), L'économie de partage : vaincre la stagflation, *L'Expansion- Hachette*, p. 174.

⁵ WADHWANI S. et WALL M. (1990), the effect of profit sharing on employment, wages, stock-returns and productivity : evidence from UK micro data", *Economic Journal*, Vol. 100, p. 4.

⁶ KIM S. (1998), « does profit-sharing increase firm's profits? », *Journal of Labor research*, Vol. XIX, n°2, pp. 351-370.

études¹ ont montré que les entreprises qui pratiquent la participation financière versent des rémunérations totales (salaire + participation financière) plus élevées que les autres entreprises.

Mis à part les gains de productivité, plusieurs facteurs liés à l'épargne salariale peuvent avoir une influence sur la profitabilité et/ou les performances financières de la firme : la fiscalité, la modération salariale.

B) ... Mais des effets plutôt positifs sur la rentabilité à court terme

Si de nombreuses études ont cherché à mesurer l'impact en terme de « création de valeur » des dispositifs d'actionnariat des dirigeants (via les Stock options²), un nombre beaucoup plus restreint s'est penché sur les effets d'une généralisation de l'épargne salariale à l'ensemble des salariés. Elles s'orientent principalement dans deux directions : l'impact de l'épargne salariale sur les performances comptables de la firme (rentabilité, chiffre d'affaire, valeur ajoutée...) et l'impact sur les performances boursières des entreprises cotées³.

(a) Un Effet parfois neutre ou négatif sur la profitabilité

Un certain nombre d'études conclue à l'absence de relation, voire à un impact négatif, des dispositifs d'épargne salariale sur les performances financières de la firme. Analysant un échantillon d'entreprises britanniques, David BLANCHFLOWER et Andrew OSWALD ne

¹ Pour les Etats Unis voir MITCHELL D., LEWIN D. et EDWARD E. (1990), "Alternatives pay system, firm performance and productivity", In BLINDER A., *Paying for productivity: a look at the evidence*, Washington DC, Brooking Institution, pp. 15-95. Sur le cas Britannique voir WADHWANI S. et WALL M. (1990), the effect of profit sharing on employment, wages, stock-returns and productivity: evidence from UK micro data", *Economic Journal*, Vol. 100, pp. 1-17. Enfin pour la France, MABILLE S. (1998), « intéressement et salaires : complémentarité ou substitution », *Economie et statistique*, n° 316-317, pp. 45-61, étude où l'auteur met en outre en évidence une substitution progressive de l'intéressement au salaire bien que la rémunération totale soit effectivement supérieure à celle des entreprises ne pratiquant pas l'intéressement.

² Pour une synthèse sur ce point voir DESBRIERE P. (1999), « Motifs et conséquences de l'adoption des Stock-options », *Banque et Marché*, pp.

³ Précisons, ici, que la plupart des études concernent les systèmes anglo-saxons et présentent donc des spécificités institutionnelles qui rendent délicates leur généralisation. Car, en plus des différences institutionnelles, les spécificités économiques peuvent aussi influencer la performance financière des entreprises. Ainsi, le rétablissement de la rentabilité des entreprises, au cours des années quatre-vingt dix, a pris des trajectoires différentes en France et aux Etats-Unis : si dans ce dernier pays, elle fut stimulée par une augmentation de la productivité du capital, en France celle-ci s'est principalement réalisée par la modération salariale (ARTUS P. et COHEN D. (1998), *le partage de la valeur ajoutée en France*, La Documentation Française, Rapport CAE, pp. 9-33). D'autre part, les études tendent à distinguer plan de partage des profits et plan d'actionnariat des salariés. Cette distinction peut présenter des limites. Comme nous l'avons vu, lorsqu'un plan d'actionnariat est mis en place, il est souvent alimenté par les primes d'intéressement ou de participation. D'autre part, l'actionnariat salarié peut être lui même considéré comme une forme particulière d'intéressement.

trouvent aucune influence significative des dispositifs de participation financière (actionnariat salarié, partage des profits, bonus) sur la profitabilité¹. Analysant les performances économiques de 83 entreprises sur la période 1973-1986, Lisa BORSTADT et Thomas ZWIRLEIN² ne trouvent aucune trace d'un effet positif de l'adoption d'un plan d'actionnariat salarié sur la profitabilité³ ou la productivité. WADHWANI et WALL⁴, à partir d'un échantillon de 219 entreprises industrielles, mettent même en évidence un effet négatif sur le ROE⁵.

(b) Mais le plus souvent un impact positif

Cependant, la majeure partie des études concluent à un probable impact des dispositifs d'épargne salariale (partage des profits et/ou actionnariat salarié) sur les performances... bien que leurs résultats puissent parfois être contradictoires et laissent supposer de fortes disparités selon les entreprises.

Ainsi, à partir d'une étude portant sur près de 1900 entreprises industrielles allemandes sur la période 1998-2002, KRAFT et UGARKOVIC⁶ mettent en évidence que les entreprises qui ont mis en place un dispositif de partage du profit au cours de la période sont plus nombreuses à connaître une amélioration de leur profitabilité. Sur une étude portant sur 495 établissements, Daniel MITCHELL et *alii*⁷ cherchent à mettre en évidence le lien entre participation financière et performance économique mesurée par le ROA et le ROI : ils ne trouvent aucun résultat significatif pour l'année 1986, en revanche sur la période 1983-1986, le partage des profits et l'actionnariat salarié semblent associés positivement et significativement avec un accroissement du ROI⁸ et du ROA¹. Etudiant un échantillon de 53 entreprises britanniques d'ingénierie, John

¹ Celle-ci étant en revanche influencée par la taille des entreprises ou encore la croissance de la demande. BLANCHFLOWER D. et OSWALD A. (1988), "Profit-related pay : prose rediscovered", *The Economic Journal*, Vol. 98, n° 382, pp. 720-730.

² BORSTADT L. et ZWIRLEIN T. (1995), "ESOPs in publicly held companies : evidence on productivity and firm performance", *Journal of financial and strategic decisions*, Vol. 8, n° 1, pp. 1-12.

³ Mesurée par les Cash flows, le ROA et le taux de marge.

⁴ WADHWANI S. et WALL M. (1990), op.cit.

⁵ Rendement des capitaux propres, c'est à dire le Quotient du bénéfice net par les capitaux propres.

⁶ KRAFT K. et UGARKOVIC M. (2005), « profit sharing and the financial performance of firms : Evidence from Germany », *Economics letters*, vol. 82, n°3, pp. 333-338.

⁷ MITCHELL D., LEWIN D., LAWLER E. (1990), "Alternative pay systems, firm performance, and productivity", in *Paying for productivity: a look at the evidence*.

⁸ Retour sur investissement, c'est à dire le calcul à l'instant t du rapport bénéfice/investissement.

CABLE et Nicholas WILSON² constatent que les entreprises appliquant un plan de partage des profits présentent des taux de rendement des capitaux investis deux fois plus élevés que les autres entreprises.

Concernant l'actionnariat salarié, Joseph BLASI, Michael CONTE et Douglas KRUSE³ comparent les performances financières de deux groupes d'entreprises : celles dont les salariés détiennent au moins 5 % du capital (dotées d'un actionnariat salarié « significatif ») et celles où cette part est inférieure. Les auteurs trouvent un impact significatif et positif sur le taux de croissance (de 1980 à 1990) de la profitabilité mesurée par le ROA, le *price earning ratio* et le taux de marge pour les entreprises dotées d'un actionnariat significatif. Les auteurs constatent même un accroissement plus important du cours de l'action. En analysant l'impact de l'actionnariat salarié sur un échantillon d'entreprises françaises, Stéphane TREBUCQ trouve une corrélation positive entre l'existence d'un actionnariat salarié et les performances financières (ROE, ROI). De leur côté, PARK et SONG⁴ ont mis en évidence que les entreprises créant ou alimentant un plan d'actionnariat des salariés connaissaient un accroissement sur le moyen-long (10 ans) terme de leur performances économiques et financières (q de tobin, ROA, ratio actif net comptable sur capitalisation).

Pourtant, si Daniel VAUGHAN-WHITEHEAD met en évidence un impact positif de l'intéressement et de la participation sur la rentabilité (ROCE) d'un échantillon d'entreprises françaises, il ne trouve en revanche aucun impact de l'actionnariat salarié. Dans une autre étude, Robert McNABB et Keith WHITFIELD⁵ retrouvent eux aussi une association positive entre les performances financières et la présence d'un dispositif de partage des profits ou d'actionnariat salarié ; mais, curieusement, ils ne constatent pas de performances particulières de la part des entreprises qui combinent actionnariat salarié et partage des profits...

¹ Rendement de l'actif, c'est à dire le Quotient du bénéfice net augmenté des intérêts et des charges afférents aux capitaux empruntés par le total de l'actif

² CABLE J. et WILSON N. (1989), « profit sharing and productivity: an anlysis of UK engineering firms », *The Economic Journal*, Vol. 99, n° 396, pp. 366-375.

³ BLASI J, CONTE M. et KRUSE D. (1996), "Employee stock ownership and corporate performance among public companies", *Industrial and labor review*, Vol. 50, n°1, pp. 60-79.

⁴ PARK S., SONG M.H. (1995), "Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders", *Financial Management*, vol 24, n°4, winter, p. 52-65.

⁵ McNABB R. et WHITFIELD K. (1998), "the impact of financial participation and employee involvment on financial performance", *Scottish journal of political economy*, Vol. 45, n° 2, pp. 171-187.

C) ... et la stabilisation des profits à moyen terme

Si la présence ou l'introduction d'un dispositif d'épargne salariale semble être associé avec une amélioration des résultats de la firme, celle-ci peut n'être que de courte durée. Cependant, l'épargne salariale peut avoir des effets de plus long terme en contribuant à stabiliser la rentabilité de la firme

(a) Un effet positif sur la profitabilité, certes, mais de courte durée

Cependant, lorsqu'un éventuel effet positif est mis en évidence, celui-ci ne se traduit pas forcément par un accroissement à long terme des performances de l'entreprise. Ainsi, Sandeep BHARGAVA¹ a montré que l'introduction d'un dispositif de partage des profits avait un effet positif immédiat sur la rentabilité de l'actif économique mais que celui-ci disparaissait les années suivantes. William PUGH, Sharon OSWALD et John JAHERA² montrent que si les firmes qui adoptent un plan d'actionnariat salarié constatent un accroissement des performances financière par rapport aux autres entreprises du secteur, celui-ci s'estompe les années suivantes. Cette perte d'efficacité progressive de la participation financière est souvent expliquée par le fait que les salariés finissent par considérer les primes comme un dû.

Dans tous les cas ces effets positifs sont souvent éphémères : DAVIDSON et WORELL³ montrent ainsi que les hausses « anormales » du titre disparaissent dans les deux années qui suivent l'introduction du plan d'actionnariat salarié.

(b) Une stabilisation des profits

Finalement, plus que un accroissement de la rentabilité, les entreprises qui pratiquent le partage des profits ou l'actionnariat salarié peuvent rechercher une plus grande stabilité de leur profit :

¹ BHARGAVA S. (1994), "Profit sharing and financial performance of companies: evidence from U.K. panel data", *The Economic Journal*, Vol. 104, n° 426, pp. 1044-1056.

² PUGH W., OSWALD S. et JAHERA J. (2000), "The effect of ESOP adoptions on corporate performance: are there really performance changes?", *Managerial and decision economics*, Vol. 21, n° 5, pp. 167-180.

³ DAVIDSON W. et WORRELL D. (1994), *ESOP's Fables: The influence of employee stock ownership plans and corporate stock prices and subsequent operating performance*, *Human Resource Planning*, Vol. 17, n° 4, pp. 69-87.

Pierre CAHUC et Brigitte DORMONT¹ constatent ainsi que les entreprises françaises qui appliquent un accord d'intéressement présentent des taux de rentabilité moins fluctuant dans un contexte conjoncturel équivalent. Une telle stabilité du profit avait déjà été mise en évidence par NUTI². De même, Stéphane TREBUCQ, à partir de l'analyse d'entreprises françaises³, trouve que les entreprises ayant un actionnariat salarié présentent une plus faible variabilité de leur ROE, ce qui contribue à réduire le risque spécifique pour les investisseurs. Cette amélioration dans la « stabilité » de la rentabilité rejoint la thèse d'un report des risques liés aux fluctuations économiques sur les salariés.

La mise en place ou l'existence de dispositifs d'épargne salariale a donc un impact plutôt positif, bien que variable sur la rentabilité de la firme. Cependant, l'épargne salariale ne se traduit pratiquement jamais par une baisse de la profitabilité, contrairement à ce que suggéraient certaines théories⁴. Dans le pire des cas, on constate simplement une absence de corrélation, ou une stabilité de la profitabilité et, bien souvent une amélioration d'un ou plusieurs indicateurs de profitabilité. Pour autant, l'hétérogénéité des indicateurs de rentabilité utilisés dans les différentes études nuancent encore l'impact de l'épargne salariale : un éventuel redressement de la profitabilité profite-t-il à l'entreprise ou à ses actionnaires ?

L'impact de l'épargne salariale sur la rentabilité de l'entreprise et/ou la richesse des actionnaires demeure discuté. Si l'on met de côté les effets incitatifs en terme de productivité ou de gouvernance, la littérature semble dégager trois grands motifs d'instauration d'un dispositif épargne salariale généralement orienté vers l'actionnariat salarié : les avantages fiscaux, la modération salariale et la protection contre les acquisitions hostiles, cette dernière ayant des effets ambigus sur la richesse des actionnaires⁵.

¹ CAHUC P. et DORMONT B. (1992), « l'intéressement en France : allègement du coût salarial ou incitation à l'effort ? », *Economie et statistique*, n° 257, pp. 35-43.

² NUTI M.D. (1988), "codetermination, profit sharing, and full employment", in JONES D. et SVEJNAR J. (eds) : *advances in the economic analysis of participatory and labor managed firms*, Vol. 3, JAI Press, Greenwich-London.

³ TREBUCQ S. (2004), "the effects of ESOPs on performance and risk : evidence from France", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 1, n° 4, pp. 81-93.

⁴ Cf. Chapitre I, Section 1.

⁵ Ce point est présenté et discuté dans le chapitre IV du présent travail.

Nous proposons de reprendre et d'intégrer ces différents éléments dans une analyse globale de l'épargne salariale comme dispositif de rémunération variable et différée contribuant à la maîtrise ou au contrôle des liquidités de l'entreprise dans un contexte de valeur actionnariale. La rémunération sous forme d'épargne salariale peut en effet s'inscrire dans une stratégie d'optimisation des liquidités en vue d'améliorer la situation financière de la firme, par la modération de la masse salariale, la réduction de la trésorerie ou le renforcement des fonds propres.

1.2.2 - Les profits avant les salaires.

L'épargne salariale est un moyen de partager les bénéfices réalisés par la société avec les salariés. Par rapport à la redistribution des gains de productivité sous forme d'augmentation de salaire, l'épargne salariale implique un nouveau mode de redistribution cohérent avec un régime de croissance basé sur la croissance du profit et des performances financières des entreprises. Cette logique se retrouve au niveau microéconomique dans le mode spécifique de comptabilisation de l'intéressement ou de la participation qui fait pourtant l'objet d'une tension entre les intérêts de la société et ceux des actionnaires.

A) Une rémunération cohérente avec le régime de croissance financiarisé

La logique salariale telle qu'elle s'était établie lors du régime de croissance fordiste permettait de redistribuer aux salariés une large partie des gains de productivité sous la forme d'augmentations de salaire dont la régularité n'était pas liée aux résultats de la firme¹, et permettait de soutenir la demande pour une production de masse. Pour certains auteurs, l'épargne salariale serait désormais la forme de rémunération salariale cohérente avec le régime de croissance financiarisé, permettant de maintenir la profitabilité des entreprises et ainsi de soutenir la demande par la distribution de dividendes que les actionnaires-salariés utiliseront pour la consommation.

¹ TOUFFUT J-P (1998), « Le partage du profit : de la pertinence à l'échelle de la firme à la validité macroéconomique », *L'année de la régulation*, Repères, vol. 2, pp. 131-168 ;

Ainsi, pour Michel AGLIETTA, dans le régime de croissance patrimonial, « la variable pivot du comportement des entreprises est le profit par action. La gouvernance des actionnaires institutionnels force les entreprises à maximiser cette variable et intervient dans le partage du profit (plan d'épargne, intéressement des salariés, *stock options*) dont dépend la distribution de dividendes¹ ». Prenant acte de la montée de la part des actions dans la richesse financière des ménages, l'auteur considère que l'épargne salariale constitue « une conception du progrès social compatible avec le régime de croissance patrimonial² » permettant aux salariés de bénéficier de la croissance des actifs financiers et même, à terme, « l'avènement d'une propriété sociale du capital » disciplinant les investisseurs institutionnels³.

Le développement des formes variables de redistribution des gains de productivité, au détriment de la forme d'indexation salariale fordiste, pourrait ainsi constituer une « régulation endogène du rapport salarial⁴ » en régime de croissance financiarisé. On le voit, il s'agit de changer le mode de répartition afin de garantir un fonctionnement économique basé sur la maximisation des profits des entreprises et leur distribution aux actionnaires.

¹ AGLIETTA M. (1998), *Le capitalisme de demain*, Notes de la Fondation Saint Simon, n° 101, p. 14. De son côté, Laurent CORDONNIER a proposé un modèle « Kaleckien » où ce bouclage économique est assuré par une diffusion de l'actionnariat salarié sous forme de *stock options*, dont les détenteurs consomment – plutôt que d'épargner - les dividendes associés aux actions (CORDONNIER L. (2006), « Le profit sans l'accumulation : la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Innovations*, n° 23, Vol. 1, pp. 79-108).

² op. cit. p. 23

³ Selon lui, les comportements court-termistes des gestionnaires de fonds, si préjudiciables à l'investissement et l'emploi, sont en effet à rechercher dans « la mauvaise qualité de la relation principal-agent entre les gestionnaires et leurs mandants, c'est-à-dire les épargnants » (op. cit. p. 41). L'intervention directe des salariés via leurs représentants au conseil de surveillance des fonds, serait ainsi un facteur de réduction des errements spéculatifs de certains gestionnaires. A terme, ceux-ci pourraient même faire prévaloir des critères de « responsabilité sociale » sur la seule maximisation de la rentabilité des fonds investis. En effet, les plans d'épargne salariale sont la contrepartie d'une dette sociale, et à ce titre ils doivent être contrôlés démocratiquement (AGLIETTA M. et REBERIOUX A. (2005), op. cit. p. 355-358. Il convient cependant de noter que les auteurs préconisent, pour réduire le risque pesant sur les salariés épargnants, une nécessaire diversification des placements... ce qui rentre en contradiction avec l'actionnariat salarié.

⁴ HOANG-NGOC L. (2003), « Capitalisme actionnarial et régulation endogène du rapport salarial : L'horizon indépassable du « social- libéralisme » ? », *XXIII journées de l'association d'économie sociale*, Grenoble, 11-12 septembre, 16 p.

B) Du partage de la valeur ajoutée au partage des profits : Une nouvelle répartition macro-économique

Dans le régime de croissance fordiste, centré sur la réalisation de gains de productivité, l'objectif prioritaire des entreprises était d'abord la valeur ajoutée (VA)¹ et non directement la rentabilité pour l'actionnaire. Accorder la primauté à la VA impliquait une logique différente du partage des revenus entre le travail et le capital. La VA est en effet le revenu de l'entreprise tiré de la production² qui après déduction des taxes et impôts liés à l'exploitation fait l'objet d'un partage entre les salaires (directs et indirects) et le profit (l'Excédent Brut d'Exploitation - EBE). Avec, le développement de l'épargne salariale, la répartition ne s'effectue plus au niveau du partage primaire de la VA, mais au niveau « secondaire » du profit réalisé. Plus encore, le partage ne s'effectue pas seulement au niveau du profit brut (EBE), mais à un niveau supérieur. Ainsi, les primes d'intéressement sont souvent calculées et/ou indexées sur les résultats d'exploitation³, les primes de participation sur le bénéfice net fiscal (résultat net avant impôts) et les dividendes attachés à l'actionnariat salarié au résultat net après impôts⁴. Ce niveau de partage implique que les salariés doivent, au même titre que les propriétaires, assumer la charge de l'investissement productif et le risque des placements financiers de l'entreprise.

Ceci a plusieurs conséquences. En premier lieu, cela signifie que les salariés sont rémunérés pour leur contribution à la réalisation d'un profit et non plus directement pour la réalisation d'une production. Ensuite, la détermination et la comptabilisation de la participation financière implique que la rémunération des salariés ne doit plus contribuer à déformer le partage de la valeur ajoutée au détriment du profit. En effet, ce n'est qu'une fois que le niveau de rentabilité souhaitée (ou plus exactement exigée par les marchés financiers) est atteint que les salariés peuvent, éventuellement, se voir rétrocéder une partie des résultats via l'épargne salariale.

¹ C'est dire la production de l'exercice moins les consommations intermédiaires. Celle-ci ne doit pas être confondue avec l'EVA, littéralement valeur ajoutée économique, qui mesure le rendement d'un titre pour l'investisseur.

² Déduction faite des consommations intermédiaires

³ Par rapport à l'EBE, le Résultat d'exploitation (ou résultat opérationnel) dépend du montant des dotations aux amortissements et provisions d'exploitation, ainsi que d'autres produits et charges relevant des activités annexes de l'entreprise. Cependant, le résultat d'exploitation ne prend en compte ni les produits et charges financiers, ni les produits et charges exceptionnels, ni la participation des salariés aux résultats de l'entreprise, ni les impôts sur les bénéfices.

⁴ Par rapport à l'EBE, le résultat net intègre les charges et produits financiers, les éléments exceptionnels et les amortissements. Une fois déduit les impôts sur les bénéfices, le résultat net équivaut au *Free cash flow*, soit la portion liquide de la capacité de financement de l'entreprise qui ne sert pas à acheter de nouveaux éléments d'actif (investissements) et à rembourser les échéances normales d'emprunts.

En fait, comme le note Patrick ARTUS, le partage des profits « change la nature de la répartition : les salariés (au moins ceux des entreprises moyennes et grandes) deviennent assez indifférents vis à vis du partage des revenus entre salaires et profits puisqu'ils reçoivent les deux ¹ ». En France, ceci se traduit macro-économiquement par un partage de la valeur ajoutée plutôt défavorable aux salaires et que la participation aux bénéfices ou l'actionnariat salarié ne compensent que partiellement².

C) Implications comptables au niveau de l'entreprise : du PCG à l'IAS

Cette logique est retranscrite dans le mode de comptabilisation du Plan Comptable Général français (PCG) de la participation aux résultats qui affecte un poste distinct des charges de personnel. En effet, si les primes d'intéressement sont comptabilisées comme une charge de personnel³, en revanche, la réserve spéciale de participation est comptabilisée comme une affectation du résultat, au même niveau que les impôts sur les bénéfices⁴, tandis que les dividendes versés au titre de l'actionnariat salarié constituent eux aussi une affectation du résultat⁵ (cf. Figure 1). Certains comptables⁶ envisagent même de considérer l'intéressement comme une affectation du bénéfice, au même titre que la participation et de comptabiliser la prime globale en compte 69. Ce mode de comptabilisation affirme ainsi le statut de « partage des profits⁷ » de la participation et de l'intéressement.

¹ ARTUS P. (1998) « la détention d'actions par les salariés modifie le fonctionnement de l'économie », *CDC-Flash*, n° 98-42, p. 3.

² Pour certains auteurs, la participation aux bénéfices ou encore l'actionnariat salarié et les stock options devraient être intégrés au calcul de la part salariale dans la valeur ajoutée comme c'est le cas aux Etats Unis. Cela pourrait ainsi relativiser pour la France la chute connue par la part salariale depuis les années quatre-vingt. Sur ce point voir ASZKENAZY P. (2003), « Partage de la valeur ajoutée et rentabilité du capital en France et Aux Etats Unis : une réévaluation », *Economie et Statistique*, n° 363-364-365, pp. 167-186.

³ Comptes 6414 – indemnités et avantages divers, ou 648 – autres charges de personnel.

⁴ Compte 691 – participation des salariés aux résultats.

⁵ Compte 457 – dividende à payer.

⁶ HENRARD D. et Alii, (2005), *Dictionnaire comptable et financier*, Groupe Revue Fiduciaire, p. 785

⁷ Ce qui prolonge une logique déjà évidente dans la formule légale de calcul de la RSP : celle-ci se base en effet sur le bénéfice net fiscal diminué de la réserve légale minimale de 5 % capitaux propres, de la même manière qu'une opération « classique » d'affectation des résultats.

Figure II-2 : Niveau de comptabilisation des éléments de rémunération des salariés par rapport aux soldes intermédiaires de gestion du compte de résultat (PCG)

Marge brute	
Valeur ajoutée	
	Salaires
	Intéressement / Abondement
Excédent brut d'exploitation	
Résultat d'exploitation	
Résultat courant	
Résultat brut	
	Participation aux résultats
Résultat net	
	Dividendes

Pour l'entreprise, cette comptabilisation présente l'avantage de ne pas nuire au résultat opérationnel, déterminant dans le calcul de la valeur actionnariale. Concrètement, dans le cadre du PCG français cela signifie qu'une distribution de prime de participation si elle affecte le résultat net, n'a en revanche aucune incidence sur le résultat d'exploitation.

Cependant, les nouvelles normes comptables IAS/IFRS¹ ont adopté un positionnement opposé à celui de la comptabilité française. Ainsi, la norme IAS 19 ne fait pas de distinction entre intéressement et participation et considère ces deux dispositifs comme des « avantages de personnel à court terme » qui doivent être comptabilisés en charge de personnel², au même titre que les salaires. Ce traitement est logique, puisque les normes IAS/IFRS cherchent avant tout à permettre l'évaluation de l'entreprise du strict point de vue de l'investisseur, pour lequel le versement aux salariés d'une prime de partage des profits affecte toujours le *cash flow* disponible. Cet impact doit donc être pris en compte dans les résultats opérationnels de l'entreprise et *in fine*

¹ Suite à de nombreux problèmes de transparence concernant certains postes (comme les stock option ou les produit dérivés) qui ont eu des conséquences dramatiques (Scandales Enron, Worldcom...), *L'international Accounting standard board* (IASB) a proposé l'introduction de nouvelles normes comptables internationales, dites IFRS (*International financial reporting standards*) en complément des normes IAS (*International accounting standards*) déjà existantes. L'objectif recherché est de rendre plus transparentes les informations comptables des entreprises et de mieux encadrer les fonctions d'audit. Malgré un débat sur leur bien fondé, ces normes comptables ont été adoptées par l'Union Européenne (cf. Règlement européen CE n° 1606/2002 sur l'application des normes comptables internationales du 19 juillet 2002) et s'appliquent depuis le 1^{er} janvier 2005 à l'ensemble des entreprises européennes cotées. Pour de plus amples précisions voir par exemple OBERT R. (2004), *Pratique des normes IAS/IFRS*, Dunod, 541 p.

² OBERT R. (2004), *Pratique des normes IAS/IFRS*, Dunod, p. 321.

dans le calcul de la valeur actionnariale. Pourtant, ce traitement comptable efface aussi les spécificités supposées du partage des profits par rapport au salaire. Il renforce encore notre hypothèse selon laquelle l'épargne salariale doit être prioritairement analysée comme un mode de rémunération, plus que comme dispositif incitatif modifiant en partie le statut des salariés vis à vis de l'entreprise.

Au delà du traitement comptable, les dispositifs d'épargne salariale présentent l'avantage de bénéficier d'un statut fiscal et social très favorable.

1.2.3 - Le statut socio-fiscal de l'épargne salariale remet en cause le salaire socialisé.

L'épargne salariale permet de modérer l'accroissement de la masse salariale en raison d'un statut fiscal et social beaucoup plus avantageux que celui du salaire. En effet, les dispositifs d'épargne salariale ne sont pas considérés comme des éléments de salaire mais comme des « périphériques légaux¹ ». C'est pourquoi ils ne sont pas assujettis aux charges fiscales et sociales que doivent supporter les salaires.

A) Une rémunération exonérée de la plupart des charges salariales

Ainsi, les dispositifs d'épargne salariale ne sont pas soumis à cotisation sociale : l'intéressement, la participation, l'abondement ou la décote ne sont ainsi tenus que de s'acquitter que de la CSG et du CRDS². Seule exception, l'abondement des sommes versées sur un PERCO excédent le plafond des 2 300 € annuels doit s'acquitter d'une contribution de 8,2 % affectée au fond de réserve pour la retraite. Par ailleurs, les dispositifs d'épargne salariale n'entrent pas dans le calcul

¹ DONNADIEU G. (1997). Op.cit.

² La CSG et la CRDS ne sont pas des cotisations sociales, mais des impôts et taxes affectés au financement de la protection sociale. Par ailleurs, la CRDS ne sert pas à financer des prestations mais est exclusivement affectée au paiement de la dette des organismes de sécurité sociale.

de certaines taxes et participations sur les salaires, en particulier la taxe sur les salaires¹, mais aussi la taxe d'apprentissage, la participation des employeurs à la formation continue ou à l'effort de construction.

Pour autant, les sommes versées au titre de l'épargne salariale sont déductibles du bénéfice imposable de la société qui peut même dans certains cas² constituer en franchise d'impôt une Provision Pour Investissement³ (PPI) sur une partie de ces sommes.

¹ La taxe sur les salaires (définie par l'Art. 231 du CGI) est due par les entreprises qui ne sont pas soumises à la TVA sur la totalité de leur chiffre d'affaire. Elle est calculée sur les rémunérations versées au cours de l'année (hors épargne salariale) selon le barème progressif suivant :

Fraction de la rémunération brute individuelle annuelle	Taux
n'excédant pas 7.029 euros	4,25%
supérieure à 6.904 euros et n'excédant pas 14.042 euros	8,50%
supérieure à 14.042 euros	13,60%

Cette taxe concerne donc principalement les entreprises financières et pèse surtout sur les salaires élevés.

² Les entreprises qui appliquent une formule dérogatoire du calcul du montant de la participation peuvent ainsi constituer une PPI égale à 50 % de la fraction des sommes qui excède la participation de droit commun. Les entreprises qui adhèrent à titre facultatif au dispositif de participation (entreprises de moins de 50 salariés) peuvent constituer une PPI de 25 % qu'elles peuvent la cumuler avec la PPI de 50 % si elles vont au-delà de la formule légale. Enfin, Les entreprises peuvent constituer une PPI de 25 % de l'abondement à un PERCO, PPI pouvant monter jusqu'à 35 % en cas d'acquisition de parts de fonds solidaires.

³ Définie au 4ème alinéa du 1° de l'article 237 bis A-II du code général des impôts, la provision pour investissement permet à l'entreprise de déduire de son bénéfice imposable une partie supplémentaire des sommes versée au titre de l'épargne salariale. Seulement, la PPI doit être utilisée, dans le délai de deux ans, à l'acquisition ou à la création d'immobilisations. À défaut, son montant est rapporté au bénéfice imposable. Lorsque la provision afférente à un exercice donné a été utilisée conformément à son objet dans le délai imparti, elle est définitivement exonérée d'impôt sur le revenu ou d'impôt sur les sociétés.

Tableau II-1 : différentiel de rendement pour l'entreprise d'une augmentation salariale ou de divers dispositifs d'épargne salariale

	Salaire	intéressement perçu directement	Intéressement investi dans PEE	Participation	Abondement PEE ou PERCO (< 2 300 €/an)
budget de l'entreprise par salarié	1 000 €	1 000 €	1 000 €	1 000 €	1 000 €
charges patronales (48 %)	-324 €	0 €	0 €	0 €	0 €
charges salariales (12,4 %)	-84 €	0 €	0 €	0 €	0 €
csg/crds (7,8 %)	-52 €	-78 €	-78 €	-78 €	-78 €
Montant avant impôts perçu par le salarié	539 €	922 €	922 €	922 €	922 €
rendement global pour l'entreprise	53,90%	92,20%	92,20%	92,20%	92,20%

Comme on peut le déduire du tableau II-1 établi par nos soins, si l'entreprise souhaite gratifier ses salariés d'une prime de 1 000 € et qu'elle la distribue sous la forme d'une prime classique (considérée comme un salaire) il lui en coûtera près de 1 900 €, contre seulement 1 084 € pour une prime d'intéressement ou de participation. Ainsi une entreprise qui opte pour de l'épargne salariale à la place d'une augmentation salariale bénéficie automatiquement d'une baisse relative de son coût marginal du travail.

B) Une politique d'exonération discutable

Théoriquement une telle politique de soutien fiscal et social se justifie par le fait que du seul point de vue d'une entreprise et de ses salariés le partage du profit pourrait avoir un effet négatif décourageant les acteurs d'adopter de tels dispositifs alors qu'il peut exister des externalités positives au niveau macro-économique¹ :

¹ Ces effets pouvant être une réduction de l'inflation salariale, une plus grande flexibilité économique ou encore une amélioration de l'emploi.

- pour l'entreprise, l'introduction d'un dispositif de partage des profits, même s'il maintient inchangé le coût du travail, doit entraîner une réduction du profit net¹.
- Pour le salarié le partage du profit peut se traduire par une plus grande variabilité de sa rémunération et donc un risque plus important².

Les gains individuels issus de la participation financière pouvant être inférieurs aux gains collectifs engendrés par les effets externes, il convient alors de compenser cette différence par une politique publique d'incitation financière et fiscale. En revanche, si le partage des profits ou l'actionnariat des salariés permet d'accroître la productivité, il n'existe aucune justification théorique pour de telles incitations fiscales³.

Au delà de ces considérations théoriques, ce statut fiscal favorable avait été mis en place en France afin d'inciter les entreprises à adopter la participation financière, à une époque où le patronat se montrait largement hostile au partage du profit de peur qu'il n'implique à terme un partage du pouvoir⁴. Aujourd'hui, l'incitation fiscale est justifiée par la nécessité d'étendre à l'ensemble des salariés, et en particulier à ceux des PME, le bénéfice de ces rémunérations. Néanmoins, l'épargne salariale reste surtout très développée dans les grandes entreprises qui sont par ailleurs celles qui réalisent des bénéfices importants. Globalement, on constate que le développement de la participation financière est étroitement lié à la présence d'incitations fiscales : comme le constate Erik POUTSMA, bien qu'il existe de nombreux facteurs

¹ ARTUS P. (1988), « le partage du profit : fondements microéconomiques et effets macroéconomiques », *Annales d'Economie et de Statistiques*, n° 10, pp. 45-73. ZYBERBERG A. (1990), « Salaires et emploi dans une économie de partage », *Economie et Prévision*, n° 92-93, pp. 153-160.

² WEITZMAN M. (1985), *l'économie de partage*, L'Expansion-Hachette-JC Lattes, p. 186.

³ MITCHELL D. (1995), "profit sharing and employee ownership: policy implications", *Contemporary economic policy*, vol. 13, n° 2, pp. 16-25.

⁴ TOUCHELAY B. (2003), « le patronat français et le partage du pouvoir dans l'entreprise entre 1946 et 1968 », *IX èmes journées d'histoire de la comptabilité et du management*, 20-21 mars, 39 p. Une crainte qui était loin d'être infondée, la vision gaullienne de la participation financière étant avant tout la composante d'un projet social plus vaste d'association capital/travail qui visait à transposer « sur le plan économique de ce que sont dans l'ordre politique les droits et les devoirs du citoyen ». Il s'agissait cependant d'une co-gestion qui se distinguait de l'autogestion, par le fait que l'association ne remettait pas en cause le rôle dirigeant du chef d'entreprise : "Délibérer c'est le fait de plusieurs et agir c'est le fait d'un seul ; ce sera vrai dans la participation comme c'est vrai partout et dans tous les domaines".

institutionnels¹, les pays où l'épargne salariale s'est le plus développée sont ceux où elle bénéficie d'incitations financières ou fiscales importantes (Etats-Unis, Royaume Uni, France).

L'impact des exonérations fiscales comme motivation au développement de l'épargne salariale ou de l'actionnariat salarié demeure cependant discuté. Au Etats Unis, les plans d'actionnariat salarié (ESOP) sont assortis d'avantages fiscaux pour les entreprises, au moins depuis le *Tax Reform Act* de 1986. En particulier lorsque les plans d'actionnariat salarié sont financés par endettement (plan à effet levier) les entreprises peuvent déduire les dividendes versés au titre des actions détenues par le fonds de placement des salariés, si ces dividendes sont utilisés pour rembourser la dette du fonds. Ainsi, Anne BEATTY² met en évidence une réaction positive des investisseurs (se traduisant par un accroissement du cours du titre de l'entreprise) à l'annonce d'un plan d'actionnariat salarié à effet levier, réaction positive qu'elle attribue aux exonérations fiscales³. Cependant John GAMBLE⁴, réfute l'utilisation des ESOP par l'entreprise comme instrument de réduction des impôts, en montrant que les entreprises qui ont mis en place un plan d'actionnariat salarié avant l'existence d'exonérations fiscales présentent de meilleures performances financières que celles qui ont adopté l'actionnariat salarié après la mise en place des exonérations. Il est rejoint par Keith SELLERS et Joseph HAGAN⁵ qui mettent en évidence une réaction positive des investisseurs à l'annonce d'un plan d'actionnariat salarié, que celui-ci ouvre ou non droit à des exonérations fiscales pour l'entreprise. Pour autant, d'autres études⁶ ont mis en évidence un impact important sur le taux marginal d'imposition des firmes qui octroyaient

¹ La présence d'exonérations fiscales pouvant traduire une attention plus poussée des pouvoirs publics de ces pays au développement de cette forme de rémunération. D'ailleurs, les exonérations fiscales sont souvent complétées par une intense activité législative sur l'épargne salariale. Voir POUTSMA E. (2002), *Les tendances récentes de la participation financière des travailleurs dans l'Union européenne*, Office des publications officielles de la communauté européenne, Luxembourg, pp. 59 et suivantes.

² BEATTY A. (1995), "The cash flow and informationnal effects of employee stock ownership plans", *Journal of Financial economics*, vol. 38, pp. 211-240.

³ L'administration fiscale des Etats-Unis autorisant l'entreprise contributrice à déduire les dividendes perçus par l'ESOP lorsqu'ils servent à rembourser la dette contractée lors de la mise en place du LBO (Ibid. p 225).

⁴ GAMBLE J. E. (1998), "ESOPS: financial performance and federal tax incentives", *Journal of Labor Research*, Vol. 19, n° 3, pp. 529-541.

⁵ SELLERS K. et HAGAN J. (1994), "Employee stock ownership plans and shareholder wealth : an examination of the market perceptions of the non-tax effect", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 10, n° 3, pp. 45-53.

⁶ GRAHAM J. R., LANG M. et SHACKELFORD D. (2004), "Employee Stock option, corporate taxes, and debt policy", *The Journal of Finance*, vol. 59, n° 4, pp. 1585-1618.

des stock options à leurs salariés. Les exonérations fiscales ont ainsi pu constituer une motivation première pour l'adoption des plans d'épargne salariale¹.

C) Une remise en cause du salaire socialisé

Fondamentalement, ces exonérations fiscales et surtout sociales constituent une remise en cause du « salaire socialisé » construit dans les années cinquante à soixante-dix. Selon Bernard FRIOT², cette socialisation du salaire s'est traduite par le développement d'un salaire socialisé, financé par la cotisation sociale, et assurant aux salariés une prise en charge des situations de « hors de travail » (invalidité, chômage, retraite) dans un cadre salarial (indexation des prestations sur le salaire³), national (taux unique de cotisation, péréquation) et par une « délibération politique » (négociation collective). Le développement de l'épargne salariale remet en cause le salaire socialisé, à la fois en fragilisant le financement de la protection sociale par les exonérations, mais aussi en instaurant « l'épargne d'activité » comme source de financement individualisée de la protection sociale, où la capacité contributive individuelle est déterminante dans le niveau des revenus tirés des placements financiers⁴.

Les exonérations fiscales et sociales dont bénéficie l'épargne salariale sont particulièrement coûteuses pour les finances publiques et les organismes de sécurité sociale. Ainsi, pour l'année 2000, Jean Baptiste de FOUCAULD et Jean Pierre BALLIGAND estimaient que les quelques 45 milliards de Francs d'épargne salariale « coûtaient » plus de 30 milliards de francs d'exonérations sociales et près de 5 milliards en termes d'exonérations fiscales⁵. Le développement de l'épargne salariale contribue alors à fragiliser la protection sociale basée sur les cotisations sociales. Mais,

¹ CONTE M. et KRUSE D. (1991), ESOPs and profit sharing plans : do they link employee pay to company performance ?, *Financial Management*, Winter, p. 92.

² FRIOT B. (1998), *Puissances du salariat : emploi et protection sociale à la française*, La dispute, 315 p ; FRIOT B. (1999), *Et la cotisation sociale créera l'emploi*, La dispute, 154 p.

³ ... et pas sur l'inflation. Ceci implique que les salariés temporairement (invalidité, chômage) ou définitivement (retraite) dans une situation de hors travail bénéficient des gains de productivité via une hausse de leur prestation équivalente à celle des salaires.

⁴ FRIOT B. (2005), « Le salariat : pour une approche en terme de régimes de ressources », *Séminaire du RESORE*, GREE, Nancy, 22-27 septembre, 24 p. ; FRIOT B. (2000), « cotisation ou épargne salariale : monnaie ou finance ? », *Trait d'Union*, n°73, 2 p.

⁵ FOUCAULD J-B. et BALLIGNAD J-P. (2000), op.cit.

au delà du manque à gagner pour l'Etat ou les organismes de retraite et de sécurité sociale¹, ce statut fiscal et social peut poser des problèmes d'efficacité économique.

Ainsi, François CONTENSOU² estime que le non assujettissement aux cotisations sociales et la déductibilité du résultat imposable favorisent fiscalement et socialement les entreprises les plus profitables : celles-ci peuvent en effet verser une partie de leur résultat sous la forme d'une épargne salariale défiscalisée et désocialisée, tandis que les entreprises pas ou peu profitables doivent se résoudre à des augmentations salariales dont le coût est beaucoup plus élevé. Par ailleurs, ce sont finalement les entreprises les moins profitables qui assument la charge de la protection sociale via le paiement des cotisations sociales. L'épargne salariale entraîne ainsi un transfert de charges des entreprises les plus profitables vers l'ensemble de l'économie. Qui plus est, selon Sushil WADHWANI³, ces avantages fiscaux et sociaux peuvent inciter les entreprises à mettre en place un accord de partage des profits purement « cosmétiques », en remplaçant les augmentations salariales par un intéressement sans caractère véritablement aléatoire⁴. En d'autres termes, ce statut fiscal et social pousse clairement les entreprises profitables « [à] préférer associer leurs salariés aux résultats plutôt que de payer des impôts⁵ ». Dès lors, l'épargne salariale ne signale pas nécessairement une politique de rémunération incitative, mais une simple recherche d'optimisation fiscale⁶, qui peut être nuisible au niveau macroéconomique.

¹ Contrairement à d'autres exonérations sur les salaires, le non assujettissement des dispositifs d'épargne salariale aux cotisations sociales n'est pas compensé par le budget de l'Etat. Rappelons à nouveau, qu'il ne s'agit pas juridiquement d'exonération de charges sociales, puisque les dispositifs d'épargne salariale ne sont pas considérés comme des éléments de salaire.

² CONTENSOU F. (2004), "Legal profit-sharing : shifting the tax burden in a dual economy", *Working papers research center ESSEC*, n° 4011, 15 p.

³ WADHWANI S. (1987), profit-sharing and Meade's discriminating labour-capital partnerships: a review article, *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 39, n° 3, pp. 421-442.

⁴ La législation française impose que la formule de calcul de la prime d'intéressement ait un caractère aléatoire, sous peine, précisément, de ne plus bénéficier de défiscalisation ou de désocialisation. Néanmoins, de nombreuses formules d'intéressement contiennent des éléments qui permettent de « désensibiliser » en partie l'évolution de l'intéressement par rapport aux résultats de l'entreprise.

⁵ GREENAN N. (1992), « Quelles sont les entreprises qui associent leurs salariés aux résultats ? », *Economie et Statistique*, n° 257, p. 28.

⁶ CHAU M. et CONTENSOU F. (2004), "profit-sharing as tax saving and incentive device", *Working papers research center ESSEC*, n° 4012, 19 p.

D) Une stratégie de baisse du coût du travail

Ces effets pervers des incitations fiscales sont de plus à mettre en relation avec les doutes persistants concernant les soit disant « externalités positives » générées par le développement de l'épargne salariale. En particulier, des effets attendus en terme de création d'emploi n'ont pas pu être mis en évidence¹. Pire encore, le généralisation du partage du profit pourrait avoir des effets pro-cycliques sur le revenu des salariés et donc sur la consommation², tout en étant défavorable à l'investissement³.

Il convient de relier ce statut socio-fiscal avantageux de l'épargne salariale, aux efforts importants des pouvoirs publics pour réduire le coût du travail, en privilégiant les exonérations de charges sociales au voisinage du SMIC⁴. Depuis 1993, les différents gouvernements ont ainsi réduit de manière importante les cotisations sociales sur les salaires⁵ : selon la DARES, le coût du travail au niveau du SMIC a ainsi baissé de 12 % entre 1993 et 2000⁶, le coût du travail au niveau du SMIC augmentant désormais moins vite que celui au niveau du salaire médian tandis que le pouvoir d'achat du SMIC s'accroissait plus rapidement que celui du salaire médian⁷. Ainsi, depuis 1993, le pouvoir d'achat du SMIC a augmenté tandis que le coût réel du SMIC diminuait pour l'employeur. La distribution de primes d'intéressement ou de participation exonérées de cotisation sociale doit aussi conduire à un accroissement du revenu tout en permettant une

¹ Bien que la longueur et la vigueur de la période de croissance fortement créatrice d'emploi qu'ont connues les Etats Unis dans les années quatre-vingt dix aient pu être expliquées en partie par « l'effet richesse » induit par l'actionnariat direct et indirect des salariés américains. Sur ce point voir MERIEUX A. (1999), « l'actionnariat salarié aux Etats-Unis : un nouveau ressort pour le modèle américain ? », *Rapport Moral sur l'argent dans le monde*, Montchrestien, pp. 221-229 ; ARTUS P. (1998) « la détention d'actions par les salariés modifie le fonctionnement de l'économie », *CDC-Flash*, n° 98-42, 4 p ; CORDONNIER L. (2003), « Le profit sans l'accumulation: la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Séminaire MATISSE Hétérodoxies*, 18 p.

² DAVIDSON P. (1986), "the simple macroeconomics of a nonergodic monetary economy versus a share economy : is Weitzman's macroeconomics too simple ?", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 10, n° 2, pp. 221-225 ; RAGOT X. et TOUFFUT J-P (1998), « Le partage du profit : de la pertinence à l'échelle de la firme à la validité macroéconomique », *L'année de la régulation*, Repères, vol. 2, pp. 131-168 ;

³ SALANIE B. (1998), « le partage des profits agrégés », *Annales d'Economie et de Statistique*, n° 51, pp. 169 -85 ;

⁴ En 2006, ces exonérations ont coûté 24 milliards d'€ à la sécurité sociale, compensée à hauteur de 21,3 milliard d'€ par le budget de l'Etat (GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ELARGISSEMENT DE L'ASSIETTE DES COTISATIONS EMPLOYEURS DE SECURITE SOCIALE (2006), « Les Evolutions du financement de la sécurité sociale et ses enjeux économiques », *Rapport du groupe de travail sur l'élargissement de l'assiette des cotisations employeurs de sécurité sociale*, Annexe 1, p. 13). Ainsi, ces exonérations représentent le premier poste de dépense de la politique de l'emploi.

⁵ En 2006, les allègements de cotisations étaient dégressifs jusqu'à 1,6 fois le SMIC.

⁶ DARES (2003), *Les politiques de l'emploi et du marché du travail*, La Découverte, coll. Repères n° 373, 128 p.

⁷ GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ELARGISSEMENT DE L'ASSIETTE DES COTISATIONS EMPLOYEURS DE SECURITE SOCIALE (2006), op.cit p. 16.

diminution du coût réel du travail pour l'employeur. Ce point est d'autant plus important, que les salariés bénéficiant de primes ont souvent un salaire supérieur au salaire moyen, ce qui permet finalement de « décharger » des rémunérations situées au delà du seuil de 1,6 SMIC. En ce sens, le statut social et fiscal de l'épargne salariale s'inscrit effectivement dans la politique de baisse du coût du travail.

Cependant, le statut socio-fiscal de l'épargne salariale n'est pas le seul facteur de réduction du coût du travail pour l'entreprise. En tant que rémunération variable, l'épargne salariale permet aussi de modérer la croissance de la masse salariale.

1.2.4 - L'effet déport de l'épargne salariale contribue à modérer l'accroissement de la masse salariale

L'épargne salariale en tant que rémunération variable n'est pas considérée comme une charge permanente pour le budget de l'entreprise. Ainsi, contrairement à une augmentation salariale qui va augmenter structurellement la masse salariale (effet report), les primes d'intéressement ou de participation ne vont pas entraîner d'accroissement sur le long terme (effet déport).

A) Les augmentations salariales, déterminant stratégique de l'évolution de la masse salariale

Pour affronter les contraintes concurrentielles comme pour répondre à l'exigence de la création de la valeur actionnariale, la maîtrise de la masse salariale constitue un impératif pour les entreprises. Entre deux exercices, la masse salariale va en effet évoluer en fonction de plusieurs facteurs¹ :

- des facteurs extérieurs à l'entreprise : ils s'agit principalement des décisions législatives et réglementaires (RTT, variation des taux de cotisations sociales...) ou conventionnelles qui vont modifier les règles de rémunération.

¹ DONNADIEU G. (1997), *du salaire à la rétribution : pour une nouvelle approche des rémunérations*, Liaisons sociales, 236 p.

- les facteurs propres à l'entreprise : Les augmentations salariales (générales ou individuelles, les heures supplémentaires, l'organisation du travail, la variation des effectifs ...

Les augmentations de salaire négociées par l'entreprise ne sont donc qu'un des facteurs influençant l'évolution de la masse salariale. Depuis les lois Auroux de 1982 les négociations sur les salaires et les classifications sont décentralisées des branches vers les entreprises¹, même si les politiques publiques influencent encore indirectement l'évolution des rémunérations, en particulier au niveau des prélèvements sociaux. Au niveau de l'entreprise, il existe d'autres facteurs d'accroissement de la masse salariale qui, en l'absence même d'augmentation lors de la négociation annuelle, vont accroître la masse salariale, en particulier les variations d'effectifs ou le « Glissement Vieillesse Technique » (GVT). Comme nous l'avons vu précédemment, la tendance est plutôt à une gestion très stricte des effectifs. Quant au GVT, il va entraîner une augmentation de la masse salariale, en raison d'augmentations individuelles au mérite (Glissement), de l'ancienneté (Vieillesse) et de promotions ou d'évolutions conventionnelles (Technicité).

Ainsi, l'entreprise qui souhaite contrôler au mieux l'évolution de sa masse salariale va devoir agir sur les facteurs qu'elle peut contrôler le plus directement, et au premier rang desquels se trouvent les augmentations de salaire.

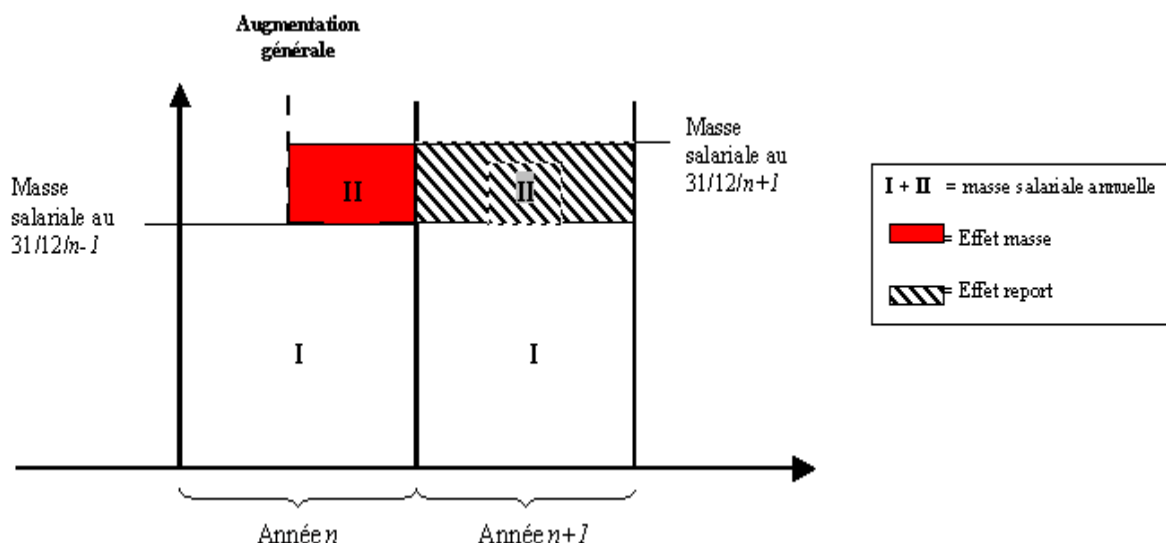
B) Les facteurs d'accroissement de la masse salariale : les effets de « masse » et de « report »

Les augmentations de salaires vont avoir un effet immédiat sur la masse salariale, appelé « effet masse », mais aussi un effet structurel sur l'évolution de la masse salariale en générant un « effet report » les années suivantes. C'est la combinaison de ces deux effets qui détermine l'évolution de la masse salariale d'une année sur l'autre.

¹ REYNAUD B. (1994), « diversité et changement des règles salariales », in BOYER R. et SAILLARD Y. (Dir.), *Théorie de la régulation : l'Etat des savoirs*, pp. 135-143.

L'effet masse est un indicateur de la progression de la masse salariale sur les 12 mois de référence par rapport à ce que serait cette masse si aucune modification n'était intervenue au cours de cette période. Autrement dit, l'effet masse est l'expression en pourcentage de l'écart entre le niveau de la masse salariale au 31 décembre de l'année $n-1$ par rapport à l'année n . L'augmentation en masse intéresse directement la direction d'une entreprise car elle reflète la progression annuelle des rémunérations. Ainsi une augmentation générale des salaires de 5% prenant effet le 1^{er} juillet, se traduira par un accroissement de la masse salariale de $0,05 \times (6/12) = 2,5 \%$. Si cette même augmentation prend effet le 1^{er} octobre, alors l'effet masse sera de $0,05 \times 3/12 = 1,25 \%$. On le comprend, l'effet masse sera d'autant plus faible qu'une augmentation aura lieu tard dans l'année¹.

Figure II-3 : impact d'une augmentation générale de salaire sur l'évolution de la masse salariale



Comme on peut le voir sur la figure II-3 établi par nos soins, « l'effet report » reflète l'impact des mesures prises durant les 12 mois de référence sur la progression de la masse salariale des 12 mois suivants. En d'autres termes, l'effet report mesure l'évolution de la masse salariale de l'année n compte tenu des augmentations attribuées dans le courant de l'année $n-1$ ². Pour cela, la masse salariale du dernier mois de l'année $n-1$ (celle qui incorpore l'effet de toutes les

¹ TAIEB J-P. et LE HUEROU F. (2003), *la masse salariale : technique de calcul et stratégies d'évolution*, Dunod, p.51.

² *ibid.* p.74.

augmentations précédentes) est multipliée par 12 afin de d'estimer ce que sera le niveau minimal de la masse salariale (masse salariale « plancher ») pour l'année n .

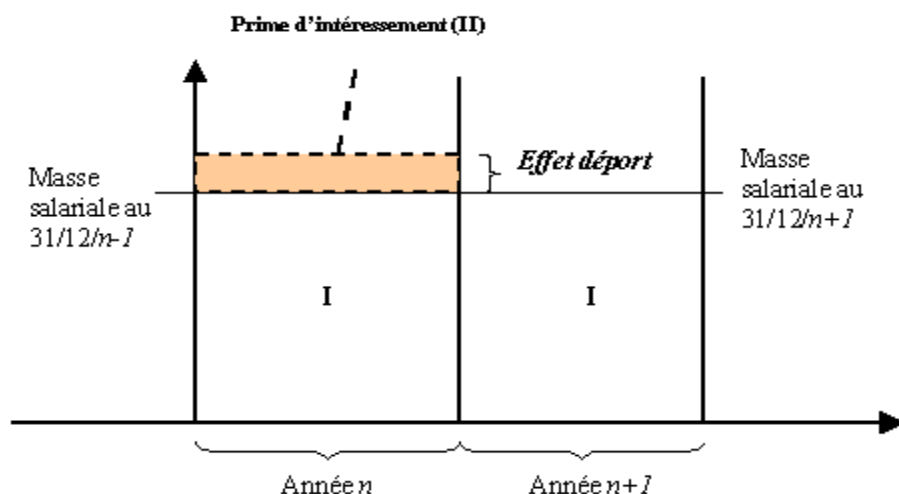
Effet report = masse salariale plancher de n / masse salariale de l'année $n-1$

Prenons l'exemple d'une entreprise dont la masse salariale mensuelle à la fin de l'année n s'élève à 1 000 K€ (la masse salariale annuelle est donc égale à $12 \times 1\,000$ soit 12 000 K€). Si cette entreprise accorde au 1^{er} juillet de l'année n une augmentation générale de 5 %, alors la masse salariale pour l'année n s'élèvera au moins à $(6 \times 1\,000) + (6 \times 1\,050)$ soit 12 300 K€. Cependant, pour l'année $n+1$, même si l'entreprise n'accorde aucune augmentation salariale, la masse salariale sera au moins égale au niveau de salaire du dernier mois de l'année n reporté sur 12 mois : $12 \times 1\,050$ soit 12 600 K€. Ce qui donne un effet déport de : $12\,300 / 12\,600 = 0,24 \%$. En d'autres termes, la masse salaire de l'année $n+1$ est d'ores et déjà plus élevée que celle de l'année n , en raison de l'effet report de l'augmentation accordée en n . Les augmentations de salaire « pérennes » entraînent ainsi un accroissement de la masse salariale qui se reportera les années suivantes.

C) L'effet déport des primes d'épargne salariale

En revanche, les primes non permanentes, comme les primes d'intéressement, de participation ou encore l'abondement, n'ont pas d'effet masse ou d'effet report sur la masse salariale. Elles ont au contraire un **effet déport** sur la masse salariale qui va se traduire par une économie budgétaire pour l'entreprise (cf. figure II-4 infra).

Figure II-4 : impact de la distribution d'une prime d'intéressement sur l'évolution de la masse salariale



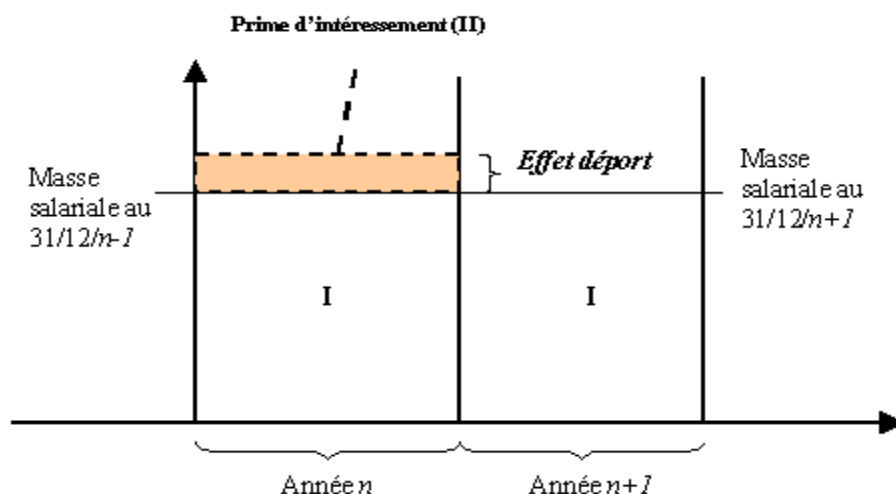
Reprenons notre exemple précédent, mais remplaçons l'augmentation salariale par une prime globale d'intéressement d'un montant équivalent, soit 300 K€. Celle-ci est versée en une seule fois, au 1^{er} juillet de l'année n : pour ce mois la masse salariale s'élève donc à : $1000 + 300 = 1300$ K€. Mais les autres mois elle ne s'élève qu'à 1 000 K€. Au total la masse salariale de l'année n s'élève donc à $11 \times 1\,000 + 1\,300$ soit 12 300 K€, c'est à dire au même niveau que pour une augmentation de salaire de 5 %¹.

Par contre, la prime d'intéressement n'étant pas un élément permanent, elle n'affecte pas l'effet masse qui reste stable à 0,4 % quelle que soit la date de versement. Par ailleurs, la prime d'intéressement étant aléatoire, elle a un effet déport puisque si la masse salariale (intéressement compris) de n s'élève à 12 300 K€, la masse salariale plancher de l'année $n+1$ est inférieure de 300 K€ car calculée à partir des seuls éléments permanents de la masse salariale² du mois de décembre de l'année n soit $1000 \times 12 = 12\,000$ K€. On trouve donc un report négatif de - 0,24 %, c'est à dire un effet déport de 0,24 %.

¹ Nous faisons ici abstraction des différences fiscales et sociales entre l'intéressement et le salaire.

² Dont ne font pas partie les primes variables

Figure II-5 : impact de la distribution d'une prime d'intéressement sur l'évolution de la masse salariale



Le même supplément de liquidités (300 K€) distribué aux salariés au cours de l'année a des effets différents sur l'évolution de la masse salariale, selon qu'il prend la forme d'une prime d'intéressement ou de participation ou bien d'une augmentation de salaire. L'épargne salariale permet ainsi à l'entreprise non seulement de modérer la progression de sa masse salariale mais aussi de la rendre plus flexible.

Cette flexibilité associée à la rémunération sous forme d'épargne salariale est un avantage important pour l'entreprise, qui peut l'inciter à développer ces rémunérations en lieu et place des augmentations salariales.

1.2.5 - L'épargne salariale se substitue aux augmentations de salaire

En considérant les avantages économiques et financiers exposés précédemment, il faut aussi constater que l'épargne salariale devient de plus en plus un mode de redistribution qui se développe souvent au détriment des augmentations salariales. Les pouvoirs publics ont en effet pris une série de mesures qui institue l'épargne salariale comme un moyen de répondre à la problématique du pouvoir d'achat des salariés et qui se substituent effectivement aux augmentations salariales.

Ce mouvement s'est répercuté au niveau des entreprises, par l'instauration de la négociation annuelle obligatoire sur l'épargne salariale¹. Désormais l'épargne salariale est négociée au même niveau et en même temps que les augmentations salariales ce qui peut provoquer des effets de substitution. Certes, une telle substitution est normalement illégale : la circulaire ministérielle du 25 octobre 1983 stipule que « la négociation doit être réelle et non pas formelle » de même que les négociations sur les différents thèmes sont sensées être distinctes. Par ailleurs la circulaire du 21 octobre 1986 interdit explicitement la substitution d'une prime d'intéressement ou d'un abondement au PEE à tout élément de rémunération en vigueur (y compris les autres primes). En cas de non respect de cette règle, contrôlée par la DDTFP et l'URSAFF, l'entreprise s'expose à devoir réintégrer les éléments de salaire supprimés et à voir requalifier les primes d'intéressement ou l'abondement en salaire et donc payer les charges fiscales et sociales afférentes.

Cependant, cette interdiction de substitution est toute relative et ne vaut que pour une certaine période : l'entreprise doit simplement respecter un délai d'un an entre la suppression d'un élément de rémunération et la mise en place d'un accord d'intéressement. D'ailleurs, la circulaire interministérielle du 9 mai 1995 a admis que le principe de substitution entre salaire et intéressement ne s'appliquait pas lorsque la diminution de la rémunération trouvait son origine dans la Réduction du Temps de Travail (RTT). La loi du 19 février 2001 a confirmé que la substitution n'a pas lieu d'être invoquée dans le cas où la diminution de rémunération trouve son origine dans la RTT et n'est pas plus que proportionnelle à cette réduction². Dans ce cadre, l'intéressement, et plus largement l'épargne salariale, ne peut avoir sa place que dans une politique d'ensemble de l'entreprise en matière de rémunération, mise en œuvre à l'occasion de la RTT, pour accompagner l'évolution des salaires.

Effectivement, les études statistiques menées en France par Thomas COUTROT³ ou Sylvie MABILE¹ montrent bien une substitution « progressive » de l'intéressement aux augmentations

¹ Depuis la loi du 21 février 2001. Il existe désormais cinq thèmes sur lesquels la législation sociale impose une négociation annuelle (qui peut ne pas aboutir à un accord) : Les salaires, l'épargne salariale, la prévoyance collective, la réduction du temps de travail et l'égalité entre hommes et femmes.

² Bien que cette mesure ne soit acceptée que pour les entreprises ayant signé de tels accords avant la loi de 2001.

³ COUTROT T. (1992), « l'intéressement vers une nouvelle convention salariale ? », *Travail et emploi*, n° 53, pp. 22-39.

salariales, ces dernières ayant tendance à être moins importantes après la mise en place d'un accord d'intéressement. Une telle substitution a aussi été mise en évidence par Philippe GIRARD² pour la participation aux résultats. Au final, les négociations sur les salaires et celles sur l'épargne salariale sont pratiquement indissociables, les négociations portant souvent sur l'enveloppe globale de rémunération, ce qui signifie que lorsque l'épargne salariale augmente, les salaires vont représenter une part d'autant moins importante³. Ce mouvement devrait s'amplifier, le gouvernement souhaitant désormais inciter les branches professionnelles à négocier sur l'épargne salariale⁴.

Plus largement, la modération salariale qui découle du développement de l'épargne salariale ne peut pas être interprétée uniquement comme un « effet pervers », mais constitue bien une caractéristique marquante de l'épargne salariale. Ainsi, aux Etats Unis, l'épargne salariale s'est initialement développée précisément pour ne pas avoir à augmenter les salaires⁵.

On le voit, en France, les dispositifs d'épargne salariale, de par leur flexibilité et leur statut socio-fiscal, présentent un réel avantage financier pour les entreprises par rapport au salaire. Ils permettent de modérer l'accroissement de la masse salariale, en réduisant le salaire indirect (exonérations), mais aussi en rendant les rémunérations plus flexibles (effet déport) et en se substituant (en partie) aux augmentations du salaire net. L'épargne salariale permet finalement de modérer la part des résultats octroyés aux salariés pour privilégier la distribution des excédents de trésorerie en faveur des actionnaires. Pour autant, ce ne sont pas les seuls avantages financiers pour les entreprises. En effet, l'épargne salariale se présente aussi comme une forme de

¹ MABILE S. (1998), « intéressement et salaires : complémentarité ou substitution ? », *Economie et Statistique*, n° 316-317, pp. 45-58.

² GIRARD P. (1990), « la participation des salariés aux résultats de l'entreprise : une étude fondée sur la centrale des bilans (1982-1987) », *Economie et Prévision*, n° 92-93, pp. 171-176.

³ Sur ce point voir les analyses monographiques de ApROBERTS L., COLIN T., FRIOT B., PERNOT J-M. et VOLOVITCH P. (2000), *Retraite et épargne salariale : les initiatives d'entreprises*, Rapport financé par la MiRe et la CDC, convention n° 28/98, 140 p.

⁴ Les branches ne peuvent néanmoins conclure des accords d'intéressement qu'après avoir signé des accords sur les salaires (MOREAU I. (2006), « Après les salaires, les branches incitées à négocier sur l'épargne salariale », *La Tribune*, 12 mai)

⁵ Durant la seconde Guerre mondiale, pour éviter de déstabiliser l'économie de guerre, le gouvernement de F. D. Roosevelt a très strictement encadré et restreint les augmentations de salaires afin de limiter les risques inflationnistes. Les employeurs ont alors développés les mécanismes de compensation comme les assurances maladies, l'épargne retraite ou l'épargne salariale, qui en tant que rémunérations différées étaient considérées comme non inflationnistes. SCHUMANN R. E. (2001), "Compensation from world war II through the great society", *Compensation and working conditions*, p. 24.

rémunération différée, et à ce titre, elle va avoir une influence sur la gestion des liquidités de l'entreprise.

Section 2 - Une gestion des flux d'épargne salariale favorable à la création de valeur actionnariale

Nous venons de voir que l'épargne salariale pouvait être favorable à la rentabilité de la firme et à la création de valeur pour l'actionnaire, en raison de ses avantages économiques par rapport aux salaires : peu ou pas de charges fiscales et sociales, flexibilité accrue, qui permettent de modérer la croissance de la masse salariale. Pour autant, le développement de l'épargne salariale au détriment du salaire ne peut s'expliquer par la seule réduction du coût du travail.

L'épargne salariale n'est pas seulement une forme de rémunération variable mais aussi une rémunération différée. Les sommes versées au titre de l'épargne salariale sont généralement placées (PEE, FCPE, CCB, SICAV, Actionnariat salarié) et indisponibles plusieurs années. Par ailleurs, les primes d'intéressement et de participation, tout comme l'abondement, obéissent un rythme de versement annuel, par définition beaucoup plus long que celui du salaire versé mensuellement. Pendant ces périodes, les salariés bien que détenteurs de ces fonds, n'en possèdent pas la libre disponibilité.

Ce différé, lié au délai de versement puis à la durée des placements, peut aussi avoir un impact sur la situation financière de l'entreprise, en permettant une gestion des liquidités sous forme d'épargne salariale plus conforme aux exigences de la création de valeur que ne le permettaient les salaires. Le versement différé des primes de partage des profits peut ainsi contribuer à diminuer le Besoin en Fond de Roulement (BFR) et donc améliorer la trésorerie de l'entreprise. Les placements dans l'entreprise, en particulier via l'actionnariat salarié, peuvent contribuer à accroître les fonds propres à des conditions beaucoup plus favorables que d'autres formes de financement, et donc permettre ici aussi une amélioration de la trésorerie (accroissement du Fond de Roulement) et une réduction du coût du capital pour l'entreprise.

Ces éléments viennent renforcer l'intérêt financier de l'épargne salariale en que rémunération favorable à la création de valeur pour l'actionnaire. Pour autant, le contrôle des sommes placées au sein de l'épargne peut faire l'objet de tensions entre les diverses parties prenantes, en particulier entre les dirigeants et les actionnaires, ou encore entre l'actionnaire de référence et les minoritaires¹. Il est en effet possible que l'épargne salariale se traduise par une dilution des droits de tout ou partie des actionnaires, que ce soit en terme de flux de trésorerie ou de droit de vote.

Sous-section 2.1 - Une source d'amélioration de la trésorerie

L'épargne salariale en tant que rémunération variable permet de flexibiliser et de réduire l'accroissement de la masse salariale. Elle présente encore une autre série d'avantages liés cette fois-ci à son caractère différé. En réduisant le Besoin en Fonds de Roulement, elle va permettre à la firme d'améliorer sa trésorerie et finalement sa capacité à distribuer des liquidités aux actionnaires.

2.1.1 - Les déterminants de la situation de trésorerie

La situation de trésorerie est importante du point de vue de la société car elle est le reflet de sa santé économique et financière. La situation de trésorerie est affectée par tous les décaissements, y compris ceux liés à la rémunération des salariés, mais elle est aussi décisive du point de vue de la richesse des actionnaires.

En termes d'analyse financière, la trésorerie d'une entreprise apparaît comme étant le solde de la situation financière globale de l'entreprise. Elle peut être calculée soit, à partir du bilan fonctionnel, soit à partir du Fond de Roulement et du BFR déterminés précédemment.

¹ Et, bien évidemment, des salariés. Mais nous verrons que les dispositifs institutionnels actuels les cantonnent encore à un rôle largement supplétif dans la gestion de leur épargne.

Tout d'abord, la Trésorerie d'une entreprise correspond à la différence entre ses besoins et ses ressources de financement. Les besoins de l'entreprise peuvent être évalués à l'aide du besoin en fonds de roulement¹ (BFR) alors que les ressources de l'entreprise disponibles pour financer ces besoins s'appellent le Fond de roulement (FR)². La situation de Trésorerie (ST) nette de l'entreprise correspond alors au solde net entre ces besoins et ces ressources.

$$ST = FR - BFR$$

Si les besoins excèdent les ressources, la trésorerie de l'entreprise sera négative (au passif du bilan) ; si les ressources sont supérieures aux besoins, la Trésorerie sera positive (à l'actif du bilan).

Mais, la Trésorerie d'une entreprise représente aussi l'ensemble des disponibilités qui lui permettront de financer ses dépenses à court terme. Dans ce cas, la Trésorerie nette d'une entreprise se calcule en faisant la différence entre sa Trésorerie d'actif et sa Trésorerie de passif. Les flux déterminant la situation de trésorerie de l'entreprise peuvent être résumés par la figure ci-dessous.

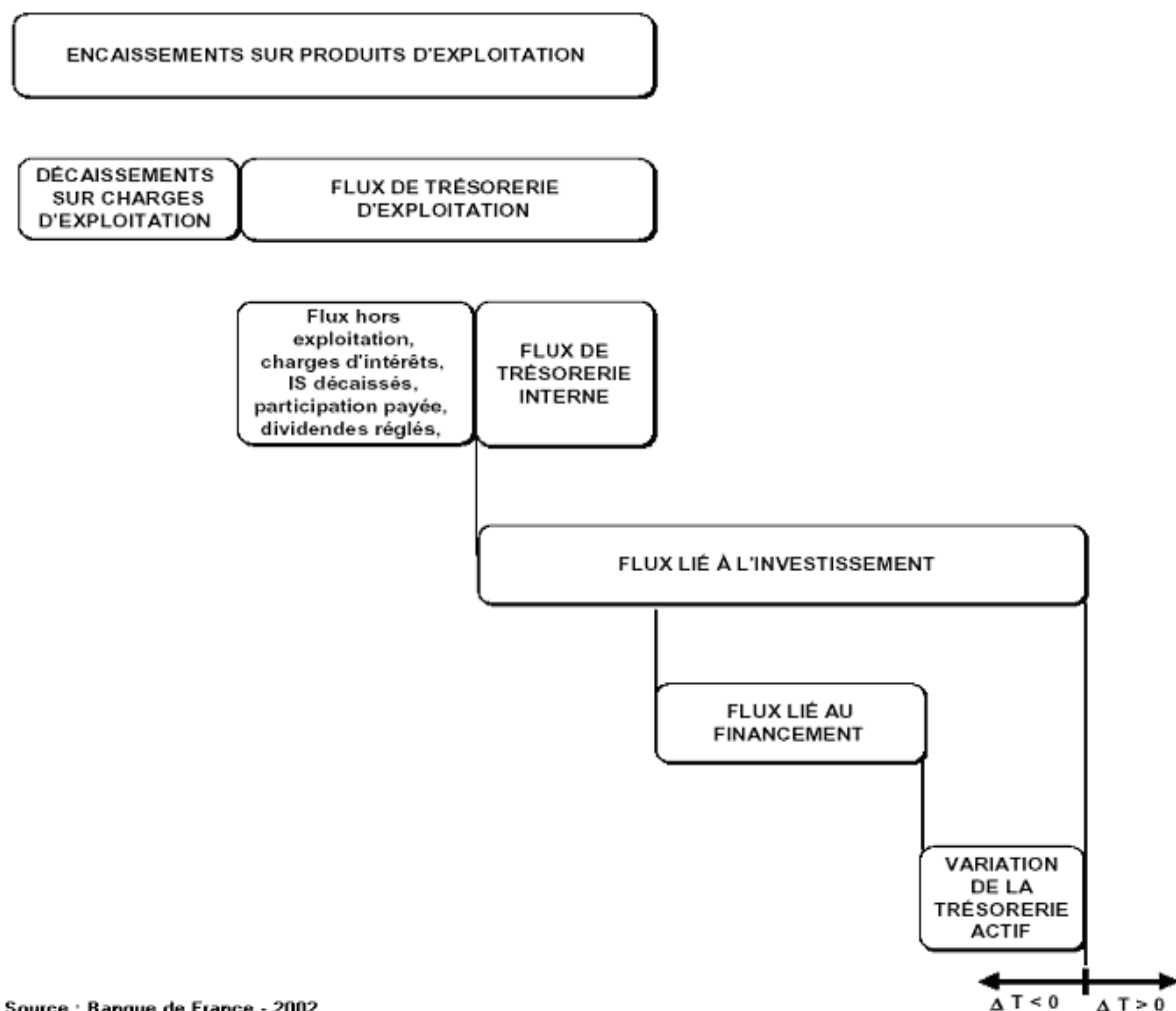
¹ Le BFR est le besoin de financement qu'entraîne essentiellement le déroulement permanent du cycle d'activité (Achats/production/vente). D'un point de vue comptable le BFR est la différence entre les éléments de l'actif circulant (Stock, créances,...) et les éléments du passif circulant constitué par les dettes à court terme générées par :

- l'exploitation (cycle achat/production/vente)
- l'investissement (achats/ventes d'immobilisations)
- la fiscalité (acomptes et règlement de l'impôt sur les sociétés)

Par convention on distingue le BFR d'exploitation (BFRE), généré par l'activité d'exploitation de l'entreprise, et le BFR hors exploitation (BFRHE), généré par l'activité hors exploitation.

² Le Fonds de roulement (FR) est défini comme l'excédent de capitaux stables (capitaux propres, dettes à moyen long terme) par rapport aux emplois durables, utilisé pour financer une partie des actifs circulants (BFR).

Figure II-6 : Schéma du tableau de flux de trésorerie



On doit constater que du point de vue de la comptabilité française, les primes d'intéressement et l'abondement affectent les flux de trésorerie d'exploitation, tandis que les primes de participation affectent la trésorerie hors exploitation.

2.1.2 - L'épargne salariale : une rémunération différée facteur de réduction du BFR

Le caractère différé de la rémunération sous forme d'épargne salariale est explicite lorsqu'il s'agit des dispositifs de placement financier dans l'entreprise : la participation, les diverses

formes de PEE ou l'actionnariat salarié. Le salarié renonce à disposer de ces sommes pendant un certains laps de temps, en contrepartie d'avantages financiers (abondement, décote) ou fiscaux.

Cependant, sans tenir compte des formules de placement, l'épargne salariale se présente comme une rémunération différée de court terme. En effet, en tant que partage du profit, la détermination de son montant et son versement ne peuvent intervenir qu'après réalisation du profit. Ce fonctionnement implique une rupture avec le rythme de versement des rémunérations salariales.

Traditionnellement, la rémunération des salariés est considérée comme une « avance » que l'employeur doit faire pour permettre la réalisation d'une production. Les salaires constituent donc une partie du capital circulant que l'entreprise doit financer pour son activité. Le versement des salaires doit être renouvelé périodiquement ce qui oblige l'entreprise à constituer une trésorerie lui permettant de payer ses salariés. Ainsi, en France, depuis la loi du 19 janvier 1978 les salaires sont mensualisés¹. Si la législation n'impose pas de date précise pour le paiement effectif du salaire, elle précise que celui-ci doit être payé une fois par mois à date fixe avec possibilité d'un acompte à quinzaine. La régularité du paiement doit être assurée avec un intervalle régulier, tout retard de paiement, même en cas de circonstances exceptionnelles, pouvant entraîner des sanctions civiles et pénales. L'entreprise doit donc disposer de suffisamment de liquidités à la date prévue pour le versement régulier des salaires.

L'épargne salariale obéit à une autre logique. Les primes de participation ou d'intéressement sont déterminées à la clôture de l'exercice et souvent payées au cours de l'exercice suivant². Quant à l'abondement de l'entreprise, celui n'est payé au moment où salariés effectuent leurs versements sur le PEE. Certes, le paiement des primes ou de l'abondement se traduit par un décaissement, mais celui-ci n'intervient généralement qu'une fois le résultat de l'exercice réalisé. Ainsi, contrairement au salaire, l'intéressement ou la participation ne constituent plus une avance en capital lors de la production.

¹ La mensualisation permet aux salariés de bénéficier d'une rémunération stable qui n'est plus affectée par les variations du temps de travail d'un mois à l'autre. C'est-à-dire, une seule paie par mois dont le montant est identique tous les mois quel que soit le nombre de jours ouvrables.

² L'accord d'intéressement peut prévoir des versements infra-annuels : aux dates convenues des projections sont effectuées par rapport au montants des ratios servant de base à la formule de calcul de la prime. Dans ce cas, l'entreprise avance donc la prime au salarié. Moins de 4 % des accords signés en 2003 prévoyaient une périodicité de versement infra-annuel (CONSEIL SUPERIEUR DE LA PARTICIPATION (2005) p.39).

L'épargne salariale, en différant une partie de la masse salariale, va donc réduire les « décaissements temporaires »¹. Elle s'apparente ainsi à une annualisation de la rémunération. Ce différé de paiement permet à l'entreprise de réduire son Besoin en Fond de Roulement et donc d'améliorer sa trésorerie. Comme le souligne Eric VERNIER, « Les produits d'épargne entreprise sont donc une amélioration du BFR au même titre qu'une augmentation du délai des dettes fournisseurs² ».

2.1.3 - La gestion de trésorerie source de création de valeur pour l'actionnaire

L'objectif « classique » de la gestion de trésorerie est de se rapprocher d'un solde de trésorerie nul (« objectif de trésorerie 0 ») afin que les flux générés par l'activité économique permettent de financer les investissements (d'exploitation et financiers) et les flux financiers (frais financiers, dividendes, impôts) sans avoir à recourir à l'endettement³. Cet objectif financier est d'ailleurs cohérent avec le principe de gouvernance édicté par la théorie des *Free cash flow (FCF)* de Michael C. JENSEN⁴ qui postule que l'entreprise ne doit pas conserver ses excédents de trésorerie mais les restituer aux actionnaires.

Dans les faits, les entreprises vont souvent détenir des excédents de trésorerie, pour accroître le pouvoir discrétionnaire des dirigeants⁵, mais pour faire face à des opportunités d'investissement⁶, notamment des placements financiers à court terme. En effet, le placement des flux de trésorerie peut accroître le résultat de la firme et réduire ainsi l'incertitude portant sur la rémunération des

¹ SIMONS G. (1948), "Economic and legal aspects of profit-sharing plans", *Industrial and labor relations review*, vol. 2, n° 1, pp. 76-89.

² VERNIER E. (2001), « le lien entre épargne salariale et performance financière de la firme », *Cahier de Recherche du CLAREE*, p. 6.

³ ROUSSELOT P. et VERDIE J-F. (1999), *La gestion de trésorerie*, Dunod, p. 31.

⁴ JENSEN M.C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, n° 2, pp. 323-329.

⁵ COUDERC N. (2006), « La détention d'actifs liquides par les entreprises. Quelles explications ? », *Revue Economique*, Vol. 57, n° 3, p. 485-496.

⁶ FERREIRA M. et VILELA A. (2004), "why do firm hold cash? Evidence from EMU countries", *European financial management*, Vol. 10, n° 2, pp. 295-319.

actionnaires. Ainsi, selon J. MORRIS¹, la gestion active par l'entreprise des certains excédents de trésorerie permet alors de réduire le risque associé à la firme (le bêta) et donc le coût moyen pondéré du capital. D'ailleurs, contrairement aux prédictions de la théorie des FCF, les entreprises qui possèdent d'importantes réserves de trésorerie ont des performances opérationnelles équivalentes ou supérieures aux autres entreprises².

Quoi qu'il advienne de leur affectation, une entreprise a donc toujours intérêt à maximiser les flux de trésorerie générées par son activité (les *Free cash flow*). A ce niveau, la situation de trésorerie de l'entreprise va avoir un effet direct sur ses résultats. Il y a en effet une relation équivoque entre les résultats et les besoins de trésorerie de l'entreprise. L'activité de l'entreprise génère un flux de trésorerie que mesure, par exemple, l'excédent brut d'exploitation (EBE). Cependant pour connaître la trésorerie véritablement générée par l'exploitation il faut corriger l'EBE de l'impact et de l'incidence des décalages entre les flux économiques (ventes/achats) et les flux financiers (encaissements/décaissements). On doit donc calculer l'Excédent de Trésorerie d'Exploitation (ETE) c'est à dire le flux de liquidité d'exploitation net des décalages de trésorerie liés au déroulement de l'exploitation mesuré par le BFRE. Soit :

$$ETE = EBE +/- \text{variation BFRE}$$

Pour une même activité économique (EBE identique), l'ETE peut s'apprécier ou se déprécier en fonction des variations du seul BFRE (ce que symbolise l'indécision du signe +/-). En d'autres termes, en dehors de toute variation de l'activité économique, l'entreprise peut voir ses performances opérationnelles modifiées par la seule variation de la trésorerie nécessaire à son activité. En cas d'accroissement du BFRE, l'entreprise devra ponctionner une partie des liquidités générées par l'exploitation pour financer certains décaissements, ce qui réduira d'autant son EBE et donc ses résultats. Inversement, une diminution du BFRE permettra à l'entreprise d'accroître son EBE. Ce raisonnement, peut être étendu au BFRHE (investissements, fiscalité) et au résultat net de l'entreprise.

¹ MORRIS J. (1983), "the role of cash balances in firm valuation", *The journal of financial and quantitative analysis*, vol. 18, n° 4, pp. 533-545.

² MIKKELSON W. et PARTCH M. (2003), "Do persistent large cash reserves hinder performance ?", *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 38, n° 2, pp. 275-294.

Pour les actionnaires, le niveau de cet ETE est fondamental puisqu'il va déterminer celui des *free cash flow*. Ce dernier peut en effet se calculer comme suit¹ :

$$\begin{aligned} & \text{Excédent de trésorerie d'exploitation} \\ & \quad - \text{charges financières} \\ & \quad - \text{impôt sur le résultat d'exploitation} \\ & \quad - \text{investissement de maintien} \\ & = \quad \textbf{free cash flow} \end{aligned}$$

En d'autres termes, la minimisation du BFR, permet à résultat d'exploitation constant, d'accroître le *free cash flow* de l'entreprise, c'est à dire le niveau des liquidités potentiellement distribuables aux actionnaires.

Pour préserver ou améliorer ses résultats, l'entreprise a donc toujours intérêt à minimiser son BFR. Comme le montrait déjà Karl Marx², la rotation du capital circulant a un impact décisif sur la rentabilité de l'entreprise. L'objectif de l'entreprise est donc de réduire ses délais d'encaissement (compte clients – reflux des liquidités vers l'entreprise) et d'accroître ses délais de décaissement (compte fournisseurs). De telles stratégies de gestion du capital circulant aboutissant à réduire le BFR se traduisent généralement par un impact positif sur la rentabilité³.

Par ailleurs, la réduction du BFR constitue un des axes privilégiés de la stratégie de création de valeur, puisqu'elle permet de réduire le coût des capitaux engagés. En effet, à l'équilibre, toute réduction du BFR doit se traduire par une réduction équivalente du FR, c'est à dire des capitaux permanents de l'entreprise (Dette et capitaux propres)⁴.

¹ Nous suivons en cela la proposition de COLASSE B. (2003), *l'analyse financière de l'entreprise*, Collection Repères, Ed. La Découverte, p. 43.

² MARX K. (1974), *Le Capital*, livre II, Editions Sociales, p 144.

³ C'est ce que montrent les études empiriques de DELOOF M. (2003), "Does working capital management affect profitability of belgian firms ?", *Journal of Business, Finance & accounting*, vol. 30, n° 3-4, pp. 573-588 ; SHIN H-H. et SOENEN L. (1998), "efficiency of working capital management and corporate profit", *Financial practice and education*, Fall/winter, pp. 37-45.

⁴ RANSON G-P et CHESNAU D. (2003), *Trésorerie, risques de marchés et gouvernement d'entreprise*, Economica, 144 p. Une réduction du BFR permet de diminuer l'endettement de l'entreprise. Mais plus encore, Les auteurs soulignent que le coût du BFR est plus élevé que celui d'une dette classique, puisqu'il est financé en partie par emprunt mais aussi en partie par des capitaux propres. Une réduction du BFR se traduit donc par une réduction de coût plus importante qu'un simple désendettement.

On le voit, la gestion du BFR, constitue un axe majeur de la politique financière des entreprises, en particulier dans le cadre d'une stratégie de création de valeur pour l'actionnaire. Et l'épargne salariale, en tant que rémunération différée, peut justement contribuer à la modération du BFR de l'entreprise et finalement participer à l'amélioration des ETE et donc des FCF de l'entreprise.

Sous-section 2.2 - Une source de financement avantageuse

Dès sa création, l'épargne salariale avait, parmi ses objectifs, la contribution aux fonds propres des entreprises. Ainsi, comme nous l'avons déjà montré (cf. Chapitre I, section 2), les premières ordonnances sur l'intéressement prévoyaient explicitement la possibilité d'octroyer la prime sous forme de titres de l'entreprise. Cette logique trouve son aboutissement dans le dispositif de la participation aux résultats où les primes attribuées aux salariés doivent obligatoirement être placées pendant cinq années dans des dispositifs d'épargne en entreprise. Par ailleurs, des dispositions législatives et fiscales n'ont cessé d'encourager le placement des primes d'intéressement sur des OPCVM. Enfin, le récent développement de l'actionnariat salarié via les stock-options, les attributions gratuites ou le développement des FCPE majoritairement investis en titre des entreprises, montre l'actualité de cette problématique. Ainsi, l'épargne salariale peut aussi être un moyen de financement avantageux pour les entreprises, en raison de certaines dispositions fiscales et comptables, mais aussi dans le cas de difficultés d'accès aux financements externes.

2.2.1 - orienter les liquidités de l'épargne salariale vers le financement de l'entreprise

Pour se financer (investissement, BFR, versement de dividendes) l'entreprise peut avoir recours à trois grandes sources de financement : l'autofinancement, l'endettement et les émissions d'actions. Le choix d'un mode de financement est guidé à la fois par des considérations conjoncturelles (niveau des taux d'intérêts réels, fiscalité) et par des contraintes propres à

l'entreprises (risque de défaillance, structure actionnariale...), sachant que du point de vue de l'investisseur seule la « création de valeur » importe¹.

Comment positionner l'épargne salariale parmi ces modes de financement ? A priori, l'épargne salariale conduit à un financement via des fonds propres externes (endettement dans le cas des Comptes Courants Bloqués ou de l'achat d'obligations et capitaux propres dans le cas de l'actionnariat salarié). Pourtant, les salariés peuvent être considérés comme des investisseurs internes et les flux d'épargne salariale peuvent s'apparenter à des fonds propres internes, puisque il s'agit en fait d'une partie des liquidités dégagées par l'activité qui servent à verser des primes aux salariés puis ensuite à acquérir des titres de l'entreprise. Dans la plupart des cas, les sommes versées sous formes de partage des profits ou d'abondement ne « sortent » pas de l'entreprise, mais transitent par les comptes de personnels, pour se retrouver, pour un certains temps, sur les comptes de capital de l'entreprise.

La nature ambiguë de l'épargne salariale comme source de financement, pose ainsi un certain nombre de questions. Les salariés actionnaires vont-ils se comporter comme des investisseurs externes et promouvoir la *corporate governance*, ou bien vont-ils plutôt avoir tendance à se ranger du côté des investisseurs internes (dirigeants ou actionnaire majoritaire) ? Les fonds provenant de l'épargne salariale doivent-ils être appréhendés et évalués comme des fonds propres d'origine externe, ou bien comme une forme particulière d'autofinancement ? La réponse apportée à ces questions conditionne évidemment l'analyse. Si l'on considère les augmentations de capital destinées aux salariés comme une forme parmi d'autres de financement externe, il en découlera une analyse plutôt en terme d'incitation et de contrôle. En revanche, si on adopte une

¹ Deux grands courants théoriques s'opposent sur la structure de financement que doit adopter la firme : la théorie du ratio d'endettement optimal (*static trade off*) et la théorie du financement hiérarchisé (*pecking order*). Pour la première, l'endettement joue un rôle déterminant en terme de création de valeur car il permet de minimiser les coûts d'agence des fonds propres (instrument de discipline des dirigeants) et présente certains avantages fiscaux (les intérêts sont déductibles du résultat de la firme). Dès lors, le ratio d'endettement (dette/ fonds propres) optimal est celui qui permet d'arbitrer entre les avantages de la dette et ses inconvénients (risques de défaillances, coût d'agence des dettes financières). Ajoutons, la Théorie de l'agence pour qui la dette est un outil de discipline des dirigeants et les FCF (capacité d'autofinancement) doivent être restitués aux actionnaires en l'absence de projets rentables. En revanche, la théorie du financement hiérarchisé considère qu'en présence d'asymétries d'information, le mode de financement choisi par la firme constitue un signal envoyé aux investisseurs externes. De ce fait, les entreprises (dirigeant et/ou actionnaire de référence) préféreraient avoir recours prioritairement aux fonds propres internes (auto-financement) plutôt qu'aux fonds propres externes. Dans le cas d'un financement externe, la priorité serait donnée à l'endettement (levier financier) plutôt qu'à l'augmentation de capital.

approche de l'épargne salariale comme une forme dérivée d'autofinancement permettant d'orienter la rémunération des salariés vers les fonds propres de l'entreprise, alors l'analyse se doit de privilégier une approche en termes financiers. Nous proposons de considérer cette dernière perspective, et donc d'analyser le développement l'épargne salariale plutôt comme un outil de gestion des liquidités de l'entreprise permettant d'atteindre des objectifs de création de valeur, plutôt que comme un dispositif incitatif à la création de valeur¹.

Pour que l'épargne salariale s'oriente vers les fonds propres des entreprises, il existe plusieurs canaux, souvent imbriqués : les comptes courants bloqués et l'actionnariat des salariés.

A) Les Comptes courants bloqués

Les primes de participation étant obligatoirement bloquées pendant cinq années, elle peuvent être placées sur des comptes courants bloqués (CCB) qui sont obligatoirement affectés au financement d'investissements de l'entreprise. Ces CCB constituent une forme d'endettement à moyen-long terme qui peut être assimilée à des quasi-fonds propres pour l'entreprise². Néanmoins, ce mode de placement tend à disparaître : selon Jacques GODFRAIN et François CORNUT-GENTILE « près de 90 % des accords de participation signés depuis 5 ans ne comportent pas de compte courant bloqué dont le taux moyen de rémunération est de 5,8 %, taux particulièrement élevé pour les entreprises en comparaison des taux bancaires actuels³ ». Par ailleurs, les CCB subissent la concurrence des autres dispositifs de placement (PEE, SICAV et FCPE)⁴. Ainsi, en 2003, ils ne recueillaient plus que 35 % des flux de primes de participation, contre près de 60 % en 1980. Et cette tendance devrait s'accélérer, puisque la récente loi sur la participation et l'actionnariat salarié du 31 décembre 2006, non seulement, prohibe désormais les

¹ Sans que ces analyses soient évidemment exclusives. L'épargne salariale est certainement à la fois un mécanisme incitatif et un instrument de gestion des liquidités. Simplement, ce dernier point nous semble devoir être privilégié dans le cadre d'une économie financiarisée.

² En particulier vis à vis des établissements de crédit.

³ GODFRAIN J et CORNUT-GENTILE F. (2005), op.cit., p. 44. Ces taux élevés s'expliquent par la réglementation en vigueur (Art. R. 442-12 du code du travail, dernier alinéa) qui prévoit que la rémunération des CCB ne peut être inférieure au taux moyen des rendements des obligations des sociétés privées (TMOP) publié par le Ministère de l'économie. Pour le premier semestre 2006 le TMO s'élevait à 4 % (JO du 12 juillet 2006, p. 10418)

⁴ Notamment en raison d'un régime fiscal moins favorable : en effet, à l'issue du délai d'indisponibilité de cinq ans, les sommes placées sur un CCB ne peuvent plus bénéficier d'exonérations fiscales, tandis que les sommes placées en actions de l'entreprise ou versées à des OPCVM peuvent continuer à bénéficier de ces exonérations.

accords de participation qui ne proposerait une affectation de la RSP uniquement en CCB, mais impose de surcroît que tous les nouveaux accords prévoient l'affectation au sein d'un PEE.

B) Les augmentations de capital réservées aux salariés

Pour renforcer ses fonds propres, l'entreprise peut aussi octroyer directement des actions de l'entreprise à ses salariés. Mais cet actionnariat des salariés ne viendra renforcer les fonds propres que dans la mesure où il sera la contrepartie d'une augmentation de capital.

Comme nous l'avons vu, les sommes versées au titre de la participation peuvent servir à acquérir directement des titres de l'entreprise. Depuis 2005, il existe même un dispositif qui permet d'attribuer gratuitement des actions aux salariés¹. Cependant celui-ci a un impact discutable sur les fonds propres de l'entreprise puisque ces actions sont intégralement financées par l'entreprise en contrepartie d'un délai d'indisponibilité de deux ans².

Mais les entreprises peuvent surtout procéder à des augmentations de capital réservées aux salariés. Lorsque celles-ci sont réalisées grâce aux sommes placées sur un PEE, le prix de souscription des actions peut bénéficier d'une décote de 20 % (en contrepartie de l'indisponibilité des titres pendant 5 années - et même de 30 % en cas d'indisponibilité d'au moins 10 ans). D'ailleurs, les sommes placées sur les PEE peuvent aussi servir à financer la levée de plan d'option de souscription d'action³. Cependant la plupart des augmentations de capital réservées aux salariés sont réalisées par le biais d'OPCVM (parfois SICAV mais généralement FCPE) associés à un PEE, qui recueillent les primes de participation et d'intéressement, les versements volontaires des salariés et d'éventuels abondements de l'entreprise.

L'actionnariat des salariés combine souvent les dispositifs : les primes d'intéressement et de participation sont versées dans un PEE, lui-même investi dans FCPE investis en titres de l'entreprise (qui donne souvent lieu à abondement) et dont les fonds servent à souscrire

¹ Le Plan d'attribution gratuite d'actions (PAGA)

² Elle ne constitue d'ailleurs pas un mécanisme incitatif puisque le gain pour le salarié est certain. Ce dispositif est plus certainement un outil de fidélisation ou de récompense.

³ Dans ce cas les actions ainsi acquises sont placées sur le PEE et indisponibles pendant cinq années.

collectivement aux augmentations de capital réservées aux salariés. Cette combinaison permet à l'entreprise de bénéficier d'avantages financiers qui rendent ce mode de financement très attractif.

2.2.2 - L'actionnariat salarié : une source de financement avantageuse pour l'entreprise

Aux Etats-Unis et en France, des dispositions fiscales et certains montages financiers peuvent permettre aux entreprises d'utiliser l'actionnariat salarié comme une source de financement originale et avantageuse.

A) Les ESOP: une source de financement pour les entreprises Etats-Uniennes

L'utilisation des fonds d'épargne salariale pour le financement des entreprises est particulièrement poussée dans le cadre du système Etats-Uniens des Plans d'actionnariat des salariés (ESOP – *Employee stock ownership plans*¹) qui permet à l'entreprise de bénéficier de nombreux avantages financiers. Un ESOP est un fond (techniquement appelé « trust ») créé à l'initiative de l'employeur et qui est exonéré d'impôts sur les sociétés ou le revenu. Du point de vue de l'administration fiscale, l'ESOP est un plan de retraite à contributions définies qui peut être investi intégralement en titre de l'entreprise, répartis individuellement entre les employés (comptes individuels) dont les avoirs sont bloqués jusqu'à leur départ de l'entreprise (licenciement, démission, retraite).

L'entreprise peut contribuer à l'ESOP en lui octroyant directement des actions ou bien en lui versant des liquidités qui seront utilisées pour acheter des actions. Premier avantage : ces contributions sont fiscalement déductibles du revenu imposable de l'entreprise. En particulier,

¹ Sur le fonctionnement et le développement des ESOP, voir par exemple : WIRTZ R. (2007), "employee ownership : economic miracle or ESOPs fable ?", *The Region*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, juin, pp 23-41. Selon le National center for Employee Ownership (NCEO), en 2005, il existait environ 9 225 ESOP aux Etats-Unis, couvrant plus de 10 millions de salariés.

dans le cadre d'une contribution sous forme d'actions, l'entreprise n'a pas à sortir de liquidités et peut déduire de ses impôts la valeur de marché des actions octroyées à l'ESOP.

Mais les avantages ne s'arrêtent pas là. En effet, un ESOP peut emprunter de l'argent pour financer l'achat de titres de l'entreprise : on parle alors d'un *leveraged ESOP* (plan d'actionnariat salarié à effet levier). Dans ce cadre, l'ESOP va utiliser l'argent emprunté pour acheter ou souscrire des titres de l'entreprise. Cet emprunt sera ensuite remboursé par l'entreprise qui effectuera chaque année des versements¹ pour que l'ESOP rembourse la banque qui a octroyé le prêt. Ces contributions de l'entreprise, équivalentes au montant de l'emprunt et des intérêts, sont entièrement déductibles du revenu imposable de l'entreprise.

Qui plus est si les dividendes versés au titre des actions détenues par l'ESOP servent à rembourser cet emprunt, leur montant est lui aussi déductible du revenu imposable de l'entreprise... de même que le montant des dividendes versés directement aux salariés adhérant à l'ESOP peut être déduit des impôts de la société². Grâce à ces nombreuses exonérations fiscales, d'un plan de retraite pour les salariés, l'ESOP devient alors pour l'entreprise un moyen de lever « gratuitement » des fonds et peut donc contribuer à financer l'exploitation³.

B) En France, Les augmentations de capital réservées aux salariés permettent de baisser le coût du capital

En France, l'actionnariat salarié n'est pas considéré comme un plan de retraite⁴, mais lorsqu'il passe par une augmentation de capital réservée aux salariés, il présente aussi un certain nombre d'avantages financiers pour l'entreprise et les salariés. Ces derniers peuvent se voir proposer une

¹ Ce qui signifie que l'entreprise va bénéficier immédiatement de l'achat ou de la souscription de ses titres par l'ESOP, et ne remboursera l'emprunt que de manière échelonnée, sur la durée du prêt... bref une économie substantielle de liquidités.

² Ce point renvoie à la discussion théorique sur la structure financière de la firme : les modèles traditionnels considérant que l'endettement présentait un avantage fiscal par rapport à l'augmentation de capital, les intérêts de la dette étant déductibles du résultat net mais pas les dividendes. Dans le cadre d'un ESOP, les dividendes versés sont désormais déductibles ce qui élimine l'avantage fiscal de l'endettement.

³ En revanche, il est très risqué pour les salariés épargnants qui voient leur épargne retraite entièrement liée à la santé économique et financière de leur entreprise, au risque de sévères déconvenues (cf. la Société Enron où les salariés « bénéficiaient » effectivement d'un ESOP quasi-exclusivement investi en titre « maison » et qui a fait suivre la société dans sa faillite, ruinant ainsi des salariés qui en plus se sont retrouvés au chômage...).

⁴ Le seul dispositif d'épargne retraite en entreprise (le PERCO) excluant explicitement le placement des fonds en titres de l'entreprise, afin d'éviter d'exposer les salariés à une perte de leurs avoirs en cas de faillite de l'entreprise.

décote sur le prix de souscription et un abondement de leurs versements à condition que l'augmentation de capital passe par un PEE. Ces avantages octroyés aux salariés constituent cependant un sur-coût pour l'entreprise. Mais, l'entreprise bénéficie de mesures fiscales qui permettent de rendre une augmentation de capital réservée aux salariés plus avantageuse que d'autres formes d'augmentation de capital.

En effet, pour déterminer la part du financement apportée par la souscription d'actions via les mécanismes d'épargne salariale, il convient de prendre en compte le coût de cette opération pour l'entreprise :

- la décote accordée aux salariés
- l'abondement (en numéraire ou sous forme d'attribution gratuite d'actions)
- les charges résultant d'un éventuel prêt accordé aux salariés pour l'acquisition des actions.

Ces surcoûts par rapport à une augmentation de capital classique sont compensés par des exonérations fiscales : Les montants de l'abondement¹ et de la décote², de même que les frais engendrés par cette opération³, sont déductibles de l'impôt sur les sociétés.

Il existe principalement deux modalités d'augmentation du capital⁴ :

- L'augmentation de capital par incorporation des réserves ou des bénéfices
- L'augmentation de capital par apport en numéraire

Ces opérations permettent à l'entreprise de renforcer ses capitaux propres. Elles sont cependant souvent moins avantageuses qu'une augmentation de capital réservée aux salariés⁵.

C) L'actionnariat salarié est plus avantageux qu'une augmentation de capital en numéraire ...

¹ Selon l'article 217 du CGI.

² Celle-ci est en effet comptabilisée comme prime d'émission

³ les frais d'augmentation de capital, les frais de gestion des actions émises jusqu'à la date de levée de l'option (si plan d'option de souscription d'action), les frais d'acquisition des actions par les salariés (rémunération des intermédiaires, impôt sur les opérations de bourse et frais liés à l'inscription au registre des transferts).

⁴ Les deux autres modalités étant la compensation de créances en parts sociales et les apports en nature.

⁵ Techniquement une augmentation de capital réservée aux salariés est une augmentation de capital en numéraire. « En effet, l'impact final de l'opération consiste à accroître la trésorerie de l'entreprise en augmentant le capital et éventuellement le poste prime d'émission ». HENRARD M. et Alii (2005), *Dictionnaire comptable et financier*, Groupe Revue Fiduciaire, p. 165.

Lors d'une augmentation de capital en numéraire, la société émet de nouveaux titres qui seront souscrites par les investisseurs. La société voit alors ses capitaux propres s'accroître du montant des nouvelles actions souscrites. Dans la cadre d'une augmentation de capital réservée aux salariés, l'effet sur les capitaux propres est strictement identique, sauf si les salariés bénéficient d'une décote sur le prix de souscription, les capitaux propres ne s'accroissant alors que du prix de souscription (soit la différence entre la valeur du titre et la décote) multiplié par le nombre d'actions acquises par les salariés. Bien entendu cette décote est déductible de l'impôt sur les sociétés ce qui fait que son impact sur les finances de l'entreprise reste modeste.

Cependant, l'arbitrage entre ces deux opérations n'est pas neutre pour les actionnaires. En effet lors d'une augmentation de capital, les actionnaires déjà présents au capital peuvent voir diluer leurs droits lors de l'émission de nouvelles actions ; c'est pourquoi, lors d'une augmentation de capital en numéraire, ceux-ci bénéficient souvent¹ d'un droit préférentiel de souscription². En revanche dans le cadre de plan d'option de souscription d'action ou d'augmentation de capital réservée aux salariés les actionnaires ne peuvent plus bénéficier de ce droit préférentiel de souscription : ils subissent alors une dilution de leurs droits³.

D) ... Et qu'une augmentation de capital par incorporation des bénéfices

Par ailleurs, une augmentation de capital par incorporation des bénéfices⁴ est plus coûteuse pour l'entreprise. Outre que ce sont ses ressources propres (réserves ou bénéfices) qui sont utilisées pour cette opération, l'entreprise doit aussi s'acquitter d'un impôt de 15 %⁵ sur les bénéfices

¹ L'assemblée qui décide ou autorise une augmentation de capital peut supprimer le droit préférentiel de souscription pour la totalité de l'augmentation de capital ou pour une ou plusieurs tranches de cette augmentation.

² Ce droit est 1) proportionnel aux actions déjà détenues ; 2) détachable de l'action ; 3) Négociable en bourse. Concrètement ce droit permet aux anciens actionnaires de conserver le même pourcentage du capital et ainsi d'éviter une dilution de leurs droits. Cependant, un ancien actionnaire ne souhaitant pas souscrire à cette augmentation de capital va pouvoir revendre ses droits à d'autres investisseurs pendant toute la durée de l'opération. Ce droit préférentiel de souscription permet alors d'ajuster le prix d'émission à la valeur marchande de l'action, et éventuellement de réaliser une plus value.

³ Qui prend la forme d'une baisse du Bénéfice par action (BPA).

⁴ Cette procédure permet à l'entreprise d'augmenter ses capitaux propres selon deux modalités : soit une élévation du nominal des actions, soit par attribution (et non souscription) d'actions nouvelles. Elle est décidée par le CA et doit être validée par l'AGE à la majorité simple des actionnaires présents.

⁵ Fiscalement ceux-ci sont considérés comme des bénéfices non distribués (Art. 112 et suivants du CGI), le taux d'IS pour les bénéfices distribués (Art. 109 et suivants du CGI) étant de 33,33 %.

incorporés au capital. En revanche, une telle opération n'a pas d'effet négatif sur la richesse des actionnaires, ceux-ci pouvant voir le nominal de leurs actions s'accroître ou bien recevoir gratuitement de nouveaux titres. En comparaison, si l'entreprise choisit de distribuer ses bénéfices aux salariés via une prime de participation ou d'intéressement et que cette prime sert à la souscription de l'entreprise, les capitaux propres peuvent s'accroître de la même manière¹, si ce n'est que dans ce cas l'entreprise échappe au prélèvement de 15 % et peut déduire le montant des primes de partage des profits de l'assiette de l'impôt sur les sociétés. Compte tenu des exonérations fiscales, l'épargne salariale constitue ainsi un moyen de financement beaucoup plus avantageux qu'une augmentation de capital par incorporation de bénéfices². En revanche, les autres actionnaires vont, ici aussi, subir une dilution de leur richesse.

E) L'intérêt des plans d'actionnariat à effet levier

L'intérêt financier de l'actionnariat salarié peut aussi être multiplié dans le cadre d'augmentation de capital via des FCPE à effet levier. Dans ce cas, les versements des salariés vont être multipliés par le recours à un emprunt bancaire souscrit par le FCPE. Par exemple, pour toute souscription d'une action, le salarié bénéficiera du rendement d'un certain nombre de titres supplémentaires financés par un emprunt. Par ailleurs, ces opérations ouvrent droit aux avantages habituels (décote, abondement) et s'accompagnent généralement d'une garantie de capital ou de performance pour le salarié³. Le coût de l'emprunt n'est pas supporté par le salarié ou l'entreprise, mais par la banque qui se rémunère en conservant une partie de la plus-value réalisée par l'action⁴, mais supporte l'intégralité du risque en capital⁵. A la fin de la période de blocage de cinq années, le salarié retrouve son capital initial augmenté des intérêts cumulés acquis sur l'ensemble des titres, tandis que la banque récupère les titres financés par emprunt. Les

¹ Abstraction faite d'une éventuelle décote sur le prix de souscription.

² Même si contrairement à l'autofinancement, l'entreprise devra au cours des exercices suivants reverser des dividendes attachés aux actions détenues par les salariés (KOENIG G. (1975), « Politique de la firme et système français de la participation aux résultats », *Revue Economique*, vol. 26, n° 2, pp. 245-279)

³ L'ensemble de la valeur des titres détenus par un salarié dans le cadre d'un FCPE à effet levier, y compris les titres financés par emprunt, ne peut pas dépasser 25 % de sa rémunération brute annuelle. Par exemple, si pour une part de FCPE correspondant à la souscription d'une action, le salarié bénéficie du rendement de 9 actions supplémentaires (rapport de 1 à 10), il ne pourra pas investir plus de 2,5 % de son revenu dans ce fonds.

⁴ Sans compter l'utilisation de certains contrats d'échange SWAP...

⁵ Par exemple si le plan d'actionnariat à effet levier garantit une rémunération de 5% par an aux salariés actionnaires, et que sur la période de blocage de cinq années la performance du titre a été supérieure, la banque conserve le supplément de rémunération. Dans certains cas, le plan peut prévoir que les plus values supérieures à la garantie soient partagées entre les salariés actionnaires et la banque.

augmentations de capital réservées aux salariés par effet levier sont très avantageuses pour les salariés mais aussi pour l'entreprise, qui peut accroître ses fonds propres, au delà des versements des salariés. L'inconvénient de ces opérations est qu'elles impliquent une émission importante de titres et donc une dilution importante de la richesse des autres actionnaires.

Pour l'entreprise, augmenter son capital en faisant appel à ses salariés présente donc un avantage financier substantiel en raison des exonérations fiscales, même si les actionnaires de la société peuvent en revanche subir une dilution de leurs droits. Cela fait de l'épargne salariale combinée aux augmentations de capital réservées aux salariés une source de financement intéressante pour les entreprises qui ont des difficultés de financement.

2.2.3 - Une rémunération flexible source de réduction du coût des fonds propres

L'épargne salariale en tant que rémunération variable, va permettre, aux côtés d'autres mesures de flexibilisation de la masse salariale, d'ajuster en partie le poids des charges salariales de l'entreprise à l'évolution des résultats. Par ce fait, le risque associé à l'entreprise va être diminué – puisque reporté sur les salariés – ce qui va contribuer à diminuer le Bêta de la firme et donc le coût de ses fonds propres tels qu'ils sont évalués par les investisseurs.

En effet, comme le montre Nicolas PILUSO¹, le risque d'exploitation dépend en partie du niveau de la masse salariale et de son degré de flexibilité. Le Bêta de la firme, qui mesure la sensibilité du taux de rendement de ses actifs aux variations du taux de rendement moyen en vigueur sur la marché, est affecté par deux types de risques² :

- le risque financier qui croît avec l'endettement de la firme puisque ce dernier engendre des frais fixes³.

¹ PILUSO N. (2006), « Création de valeur pour l'actionnaire et taux de chômage d'équilibre », *Séminaire CEDO-LEREPS*, Université Toulouse 1, 21 avril, 28 p. ; PILUSO N. (2006), *Chômage et marché financier*, Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université paris X Nanterre, 274 p.

² Ibid. p. 6.

³ En cas d'effet levier, une hausse de l'endettement permet d'augmenter la rentabilité nette des charges financières. Cependant cet endettement augmentera du même coup la prime de risque et donc le coût du capital.

- le risque d'exploitation, c'est à dire l'élasticité du résultat d'exploitation mesurée par le rapport entre le taux de variation du résultat d'exploitation et celui du chiffre d'affaire.

Le risque d'exploitation est accru par les charges fixes, celles-ci augmentant la sensibilité des résultats aux variations du chiffre d'affaires. La masse salariale constituant une importante charge d'exploitation, son niveau comme sa flexibilité sont eux aussi déterminants dans le risque d'exploitation et donc dans le niveau du bêta de la firme. Dans le cadre d'une stratégie de création de valeur pour l'actionnaire, la masse salariale va devenir déterminante puisqu'elle permet d'agir simultanément sur les deux composantes de la création de valeur : les résultats d'exploitation et le coût du capital :

- à recettes données, la diminution de la masse salariale va augmenter le profit de la firme
- la diminution de la masse salariale diminue la contribution de la firme au marché, autrement dit le bêta de la firme et le rendement exigé par les actionnaires.

Pour diminuer la sensibilité de son rendement aux risques de marché, la firme doit ainsi restructurer sa masse salariale en développant les formes d'emplois précaires et les rémunérations variables afin de réduire les coûts salariaux et gagner en flexibilité.

Un raisonnement similaire est introduit par Jay BARNEY¹ qui a mis en évidence le rôle des primes de partage des profits dans la réduction du coût du capital, plus particulièrement vis à vis de la dette. En effet, en cas de situation financière délicate, l'entreprise qui réduit le montant des primes, peut réduire ses coûts du travail, et ainsi libérer des liquidités pour rembourser ses dettes. En ce sens, le partage des profits agit comme un mécanisme de sécurisation des *cash flow* de la firme, transférant une partie du risque subi par les emprunteurs sur les salariés.

Effectivement, une étude récente² montre que les rémunérations des salariés français sont désormais flexibles depuis la fin des années quatre vingt dix. Cependant cette flexibilité n'est pas due aux salaires de base qui demeurent plutôt rigides, mais aux primes variables. Ceci confirme

¹ BARNEY J. B. (1990), "profit sharing bonuses and the cost of debt : business finance and compensation policy in japonese electronics firms", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 7, n° 1, pp. 49-64.

² BISCOURP P., DESSY O. et FOURCADE N. (2005), « les salaires sont-ils rigides ? le cas de la France à la fin des années 1990 », *Economie et Statistique*, n° 386, pp. 59-89.

macro-économiquement le rôle des rémunérations variables, au premier plan desquelles se trouvent l'intéressement et la participation, dans la flexibilisation de la masse salariale pour atteindre les objectifs de création de valeur.

2.2.4 - Epargne salariale, une source de financement pour les entreprises risquées ou en difficulté

Plus spécifiquement, l'épargne salariale orientée vers l'actionnariat des salariés, peut constituer un moyen de financement pour certaines entreprises, qu'elles aient des difficultés à accéder au crédit ou aux marchés de capitaux ou qu'elles affrontent des difficultés financières rendant inenvisageable l'appel à d'autres créanciers.

A) Faire face au rationnement du financement

Les difficultés de financement des PME non cotées sont souvent évoquées. Selon J-B FOUCAULD J-P BALLIGAND¹, celles-ci n'ont souvent pas la possibilité de faire appel directement à l'épargne publique, leur taille constituant une barrière à l'entrée des marchés de capitaux, elles sont donc tributaires pour leurs financements du crédit bancaire. Cependant les PME sont aussi souvent victimes d'un rationnement bancaire, en raison d'un profil jugé risqué par les établissements de crédit. Alors, par rapport aux grandes entreprises, elles subissent généralement un coût d'accès au financement plus élevé et un plafonnement du volume distribué². Dès lors, Selon Christel DUBRULLE, la contribution des salariés aux fonds propres de leur entreprise, via l'épargne salariale, pourrait constituer une source de financement pour ces PME. D'ailleurs, outre l'apport de liquidités, un tel investissement par les salariés pourrait aussi constituer un signal positif envoyé aux banques qui seraient alors susceptibles de leur accorder plus facilement des crédits.

¹ BALLIGAND J-P, FOUCAULD J-B, HANOTAUX P. (2000), *l'épargne salariale au cœur du contrat social : rapport au premier ministre*, la documentation française, 374 p.

² DUBRULLE C. (2000), « le rôle des salariés dans la relation banque- entreprise », *XXIIIème congrès de l'association française de comptabilité*, Toulouse, p.3. Voir aussi, PASTRE O. et MOSCOVICI P. (1992), op.cit., p. 25.

B) Une solution au risque de défaillance

Dans des cas extrêmes, l'épargne salariale peut constituer l'unique moyen de « sauver » une entreprise. De nombreuses entreprises en difficulté ont ainsi fait appel à leurs salariés pour redresser leur situation : ce fut notamment le cas de certaines compagnies aériennes nord américaines¹, comme United Airlines qui en 1994, au bord de la faillite, a négocié avec ses salariés une réduction importante de leurs rémunérations (de l'ordre de cinq milliards de dollars²) en contrepartie de l'attribution de 55 % des titres de l'entreprise et de places au conseil d'administration. L'objectif initial était de sauver la compagnie en la restructurant pour la positionner sur le créneau du « *low cost* »³.

En France, l'épargne salariale offre aux salariés la possibilité de reprendre leur entreprise suite à un dépôt de bilan ou à l'absence de repreneur⁴. C'était notamment l'objectif spécifique du dispositif de Reprise d'entreprise par les salariés (RES), aujourd'hui disparu, qui permettait aux salariés d'utiliser leur épargne salariale, complétée par un prêt bancaire à effet levier, pour racheter le capital de leur entreprise. Malgré la disparition de la RES, l'utilisation des fonds d'épargne salariale pour reprendre une entreprise est encore possible⁵ : il est ainsi permis d'affecter les primes de participation à la souscription d'actions émises par les sociétés créées par les salariés en vue de la reprise de leur entreprise.

Si l'épargne salariale peut constituer une solution de financement dans un contexte particulier, une telle stratégie pose le problème du risque supporté par les salariés. Ceux-ci concentrent leurs investissements (en capital humain et en capital financier) dans une seule et même entreprise, au risque de perdre leur emploi et leur épargne. Le risque est d'autant plus accru lorsque l'entreprise n'est pas cotée, la liquidité des titres n'étant pas assurée. Ce risque peut théoriquement être réduit par l'intermédiation de fonds gérés collectivement (FCPE, SICAV), qui en centralisant l'épargne de salariés de différentes entreprises peuvent mutualiser les risques. Dans les faits, les OPCVM

¹ En 1993, les compagnies North West Airlines et TWA avaient instauré des plans d'actionnariat salarié dans l'objectif de faciliter leur restructuration.

² Ce qui représentait une réduction des rémunérations de 15 % pour les personnels au sol et de 25 % pour les pilotes.

³ Sur ce cas voir AUTENNE A. (2000), « l'actionnariat salarié en Belgique : une perspective critique », *Carnets du centre de philosophie du droit*, n° 85, 38 p.

⁴ Notamment en cas de difficulté de succession dans le cas d'entreprises familiales.

⁵ La Reprise d'entreprise constituant d'ailleurs un motif de déblocage anticipé des fonds.

d'épargne salariale, comme les autres véhicules de gestion collective français, ne sont que faiblement investies dans les PME et privilégie plutôt les grandes entreprises cotées et les obligations d'Etat¹.

L'actionnariat salarié peut ainsi constituer une source de financement alternative pour les entreprises qui éprouvent des difficultés à obtenir des financements de la part des institutions de crédits ou des investisseurs externes. Mais en dehors de ces considérations, l'actionnariat salarié présente l'avantage de constituer une source de fonds propres qui n'accroît pas la dépendance de l'entreprise et/ou de ses dirigeants vis à vis des investisseurs.

2.2.5 - Un mode de financement pas forcément favorable aux actionnaires

Orienter l'épargne salariale vers les fonds propres de l'entreprise présente de nombreux avantages économiques et financiers. Pour autant, l'intérêt des actionnaires n'est pas nécessairement compatible avec le développement des augmentations de capital réservées aux salariés. Les actionnaires sont exposés à un risque de dilution de leur droits. En terme de gouvernance, le fait que les salariés soit actionnaires de leur société peut se traduire par une défense de la valeur actionnariale mais aussi permettre un enracinement des dirigeants. Et puis, d'un point de vue financier, les augmentations de capital réservées aux salariés se traduisent par une dilution de la richesse des autres actionnaires.

A) Le financement par l'épargne salariale garantie d'une gouvernance favorable aux actionnaires

L'actionnariat salarié peut être considéré comme un moyen de renforcer une gouvernance de l'entreprise favorable aux intérêts des actionnaires. En effet, les investisseurs peuvent anticiper

¹ GIANNO J-M (2000), « Fonds de pension, modalité de collecte et d'allocation de l'épargne : une approche par les évolution de financement », in JACOT H. et LE DUGOU J-C (Dir.), *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial ?*, VO Editions-L'harmattan, pp. 173-189.

certaines effets directs ou indirects de la mise en place d'une épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié.

Les actionnaires peuvent espérer une amélioration de la gouvernance de la firme liée à la réduction des conflits d'agence : en effet, les salariés actionnaires sont des investisseurs beaucoup plus dépendants de la réussite de la firme, en raison du risque important qui pèse sur eux en tant qu'investisseurs à la fois en capital humain et en fonds propres : on peut donc s'attendre à ce qu'ils exercent un contrôle particulièrement pointilleux de la politique du management de la firme. Qui plus est, en tant qu'investisseurs internes à l'entreprise, ils disposent d'une meilleure information sur sa stratégie, et seraient donc en mesure d'effectuer un contrôle plus efficace des dirigeants. Cet accès à des sources diversifiées d'informations permettrait aux salariés actionnaires de se comporter comme un baromètre de la santé de l'entreprise, en particulier pour les investisseurs externes. L'éventuelle défiance des actionnaires salariés vis à vis de la direction permettrait d'alerter les autres parties prenantes au sein de la firme d'un comportement discrétionnaire du dirigeant¹. Inversement, l'annonce d'un plan d'actionnariat des salariés, peut alors être interprété comme un signal positif par les investisseurs : il peut indiquer que l'entreprise anticipe une hausse des cours de son titre dont elle souhaite faire bénéficier ses salariés. L'annonce d'un plan d'actionnariat salarié peut aussi être interprété comme le signal que l'entreprise va probablement faire l'objet d'une OPA, avec de possibles plus-values à la clef².

C'est pourquoi la plupart des actionnaires, en particulier les investisseurs institutionnels³, sont généralement favorables à l'introduction de dispositifs d'épargne salariale, en particulier lorsqu'ils sont orientés vers l'actionnariat des salariés. Pour autant, l'épargne salariale peut avoir des effets négatifs sur les droits des actionnaires, en particulier dans le cas d'augmentation du capital diluant leur richesse ou d'utilisation de l'actionnariat salarié comme un soutien à la stratégie d'enracinement des dirigeants.

¹ GHARBI H. (2006), "l'actionnariat salarié : un tremplin à l'enracinement managérial", *XV^{ème} conférence internationale de management stratégique*, Annecy/Génève, 13-16 juin, p. 7.

² PARK S. et SONG M (1995), "Employee stock ownership plans, firm performance, and monitoring by outside blockholders", *Financial management*, Vol. 24, n° 4, pp. 52-65.

³ SAUVIAT C. et MONTAGNE S. (2001), « l'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et emploi*, n° 87, p. 120 (111-126).

B) Le risque pour les actionnaires : enracinement et dilution

Il n'est cependant pas certain que l'utilisation de l'épargne salariale comme source de fonds propres contribue finalement à accroître la richesse des actionnaires, en particuliers des investisseurs institutionnels, en raison des risques de dilution du BPA ou d'enracinement des dirigeants.

(a) La dilution de la richesse des actionnaires

En premier lieu, le coût de telles rémunérations (décaissements, frais de gestion, coûts informationnels) peut s'avérer important, jusqu'à annuler ou dépasser les éventuels gains de productivité induits. Par ailleurs, lorsque l'actionnariat des salariés s'effectue par création de nouveaux titres ceci peut se traduire par une dilution de la richesse des actionnaires. Car contrairement aux autres formes d'augmentation des capitaux propres (incorporation de bénéfice, augmentation de capital en numéraire) les augmentations de capital réservées aux salariés se traduisent par une dilution de la richesse des autres actionnaires. En effet lors d'une augmentation de capital, les actionnaires déjà présents au capital peuvent voir diluer leurs droits lors de l'émission de nouvelles actions ; c'est pourquoi, lors d'une augmentation de capital en numéraire, ceux-ci bénéficient souvent¹ d'un droit préférentiel de souscription². En revanche dans le cadre de plan d'option de souscription d'action ou d'augmentation de capital réservée aux salariés les actionnaires ne peuvent plus bénéficier de ce droit préférentiel de souscription : ils subissent alors une dilution de leur richesse, qui prend la forme d'une baisse « mécanique » du Bénéfice par action (BPA). De ce point de vue, l'actionnariat des salariés n'aboutirait qu'à « faire payer » une partie de la rémunération des salariés par les actionnaires. On a ainsi pu retrouver ce cas de figure dans l'utilisation importante que de nombreuses entreprises nord-américaines ont fait des plans d'options de souscription d'actions à la fin des années quatre-vingt dix.

¹ L'assemblée qui décide ou autorise une augmentation de capital peut supprimer le droit préférentiel de souscription pour la totalité de l'augmentation de capital ou pour une ou plusieurs tranches de cette augmentation.

² Ce droit est 1) proportionnel aux actions déjà détenues ; 2) détachable de l'action ; 3) Négociable en bourse. Concrètement ce droit permet aux anciens actionnaires de conserver le même pourcentage du capital et ainsi d'éviter une dilution de leurs droits. Cependant, un ancien actionnaire ne souhaitant pas souscrire à cette augmentation de capital va pouvoir revendre ses droits à d'autres investisseurs pendant toute la durée de l'opération. Ce droit préférentiel de souscription permet alors d'ajuster le prix d'émission à la valeur marchande de l'action, et éventuellement de réaliser une plus value.

Le seul moyen de neutraliser ces effets dilutifs pour les actionnaires, consiste à procéder à un rachat d'actions équivalent à l'opération d'augmentation de capital... ce qui annulerait du même coup l'impact positif pour le financement de l'entreprise ! Cette stratégie, souvent utilisées par les grandes entreprises, abouti alors indirectement à faire financer par les salariés actionnaires¹, le maintien de la richesse des autres actionnaires.

(b) L'enracinement du dirigeant

Ensuite, l'épargne salariale, loin d'être un outil d'amélioration de la gouvernance de la firme peut au contraire lui faire échec, en particulier lorsque les salariés et les dirigeants l'utilisent pour défendre leurs intérêts exclusifs dans le cadre d'une stratégie d'enracinement. L'intérêt des dirigeants, serait alors d'utiliser l'épargne salariale comme source de financement parce qu'elle limite leur dépendance aux investisseurs externes.

En effet, l'intérêt des salariés peut être divergeant de celui des actionnaires, et les actionnaires salariés peuvent utiliser leurs droits de vote en Assemblée Générale, voire dans les organes de direction pour faire échouer certaines résolutions pourtant favorables aux actionnaires. Mais surtout, l'actionnariat salarié ne peut être instrumentalisé par la direction, afin de renforcer le pouvoir des dirigeants sur le capital (droits de vote), tout en les soustrayant au marché de contrôle. Les actions alors détenues par les salariés s'apparentant alors à une forme d'autocontrôle, permettant notamment de contrer les prises de contrôle hostiles.

Plus qu'une simple incitation à la productivité, les dispositifs d'épargne salariale présentent un intérêt économique direct pour l'entreprise en tant que forme de redistribution. Dans le cadre d'une financiarisation de l'économie et des stratégies d'entreprise où la création de valeur pour l'actionnaire est désormais le principal objectif, la réduction du coût du travail est incontournable. L'épargne salariale va jouer un rôle dans la modération salariale, en permettant de substituer aux

¹ Et par les pouvoirs publics et les organismes de sécurité sociale, étant donnée les exonérations fiscales dont bénéficient les augmentations de capital réservées aux salariés.

augmentations de salaires, une rémunération collective qui présente de nombreux avantages fiscaux, comptables et économiques. Qui plus est, l'épargne salariale, en tant que rémunération différée a aussi un impact financier favorable sur la firme en permettant le renforcement des fonds propres, la réduction du BFR ou la réduction du coût du capital. Pour autant, les différentes parties prenantes à la firme ne tirent pas forcément les mêmes bénéfices de l'épargne salariale orientée vers les fonds propres de l'entreprise. L'intérêt des dirigeants, d'un actionnaire ou d'un bloc d'actionnaires de référence, ou d'investisseurs minoritaires pouvant différer selon que l'épargne salariale se traduit par un rachat d'actions ou une augmentation de capital réservée, ou encore selon qu'elle soit instaurée dans un objectif de création de valeur ou dans une optique d'enracinement.

Seconde partie : Les flux d'épargne salariale mis au service de la création de valeur actionnariale et de l'enracinement des dirigeants

Dans le cadre d'une recherche de maximisation de la valeur créée pour l'actionnaire, l'épargne salariale en tant que rémunération différée peut permettre à l'entreprise d'optimiser la gestion de ses flux de trésorerie. En principe, les dispositifs d'épargne salariale ayant un rythme de décaissement généralement annuel, ils permettent de ne pas accroître le Besoin en Fonds de Roulement de l'entreprise, et lorsque les primes d'intéressement et de participation sont investies en titres de la société, celle-ci doit voir s'accroître ses fonds propres et donc son Fond de Roulement, toutes choses favorables à la situation de trésorerie de l'entreprise. L'analyse statistique menée sur un échantillon d'entreprises françaises montre l'existence d'une association statistique entre la distribution de primes de participation ou d'intéressement et une situation de trésorerie favorable. En revanche, l'actionnariat salarié n'est pas associé à une situation de trésorerie particulière ce qui peut s'expliquer par le fait que les entreprises privilégient une gestion restrictive des capitaux propres (rachat et annulation de titres) dans le but de limiter les risques de dilution de la richesse des actionnaires ce qui réduit considérablement l'impact des augmentations de capital réservés au salariés sur les fonds propres de l'entreprise.

Si l'objectif de création de valeur reste prioritaire, il n'empêche pas que les directions d'entreprises continuent de développer l'actionnariat des salariés souvent dans le but de contrôler une partie de leur capital. En effet, les entreprises conservent dans une large mesure la possibilité d'orienter les flux d'épargne salariale vers les fonds d'actionnariat salarié dont les directions contrôlent souvent les droits de votes attachés. Ainsi, les flux versés au titre de l'épargne salariale peuvent favoriser l'enracinement des dirigeants en permettant notamment d'utiliser l'actionnariat salarié comme un outil de protection contre les prises de contrôle hostiles, comme le montre le cas des groupes français la Société Générale et Casino. Il apparaît donc que l'épargne salariale est développée par les entreprises essentiellement parce qu'elle permet de distribuer une rémunération aux salariés qui soit compatible avec l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire, tout en permettant dans certains cas d'affecter une partie des sommes versées au

titre de l'épargne salariale vers des fonds d'actionnariat salarié qui favorisent l'enracinement des dirigeants.

Le troisième chapitre détaille l'impact favorable que les différents dispositifs d'épargne salariale peuvent avoir sur la situation de trésorerie des entreprises, et présente l'analyse statistique de cet impact sur un échantillon¹ d'entreprises industrielles françaises pour les années 2000, 2001 et 2002. Les résultats de l'analyse des correspondances multiples, avec toutes les précautions d'usage, nous permettent d'affirmer qu'on ne peut pas rejeter un impact favorable de la distribution de primes de participation et d'intéressement sur la situation de trésorerie de l'entreprise. En revanche, si l'analyse statistique montre que l'existence d'un actionnariat salarié ne semble pas avoir d'impact sur la situation financière de l'entreprise, cela peut s'expliquer par l'importance des rachats et annulations d'actions qui annihilent l'impact positif sur les fonds propres des augmentations de capital réservées aux salariés.

Le quatrième chapitre montre que si de nombreuses entreprises continuent de développer l'actionnariat salarié c'est aussi dans une optique de contrôler une partie de leur capital. Via leur politique d'abondement et d'incitation financière, les entreprises parviennent à orienter très largement les choix de placements des salariés vers les fonds d'actionnariat des salariés. Par ailleurs, les entreprises parviennent à garder le contrôle des droits de votes attachés aux titres détenus par les fonds d'actionnariat salarié, ce qui leur permet d'utiliser ceux-ci afin de contrôler une partie du capital de la société afin de limiter le risque de prise de contrôle hostile. En fait, les entreprises peuvent donc contrôler et utiliser une grande partie des sommes versées au titre de l'épargne salariale afin de favoriser l'enracinement des dirigeants sans nuire à l'atteinte des objectifs de rendements exigés par les investisseurs. C'est ce qu'illustre la politique d'épargne salariale et l'évolution de la situation capitaliste de deux groupes français : le groupe bancaire Société Générale a ainsi promu une importante politique d'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié qui lui a permis de repousser au moins deux tentatives de prises de contrôle hostiles. Le groupe de distribution Casino, a connu un important développement de l'actionnariat salarié à l'époque où l'actionnaire historique cherchait à préserver son contrôle ; mais, après avoir

contribué à repousser l'OPA hostile du groupe Promodés et avoir favorisé la prise de contrôle par le groupe Rallye, l'actionnariat salarié n'est plus particulièrement privilégié, l'actionnariat du groupe étant désormais contrôlé.

CHAPITRE III - LES LIQUIDITES PLUTOT QUE LE FINANCEMENT : LES FLUX D'EPARGNE SALARIALE MIS AU SERVICE DE LA CREATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE

Le récent essor de l'épargne salariale dans le cadre de la diffusion des principes de la valeur actionnariale nous a conduit à s'interroger sur l'intérêt que les entreprises pouvaient trouver dans ces dispositifs de rémunération. Il nous semble en effet que les explications en terme d'incitation sont insuffisantes compte tenu des exigences actuelles des investisseurs en matière de rémunération. Au delà des avantages économiques importants en termes fiscaux et comptables ou en encore de modération salariale, nous soutenons l'hypothèse d'un intérêt financier à l'instauration de l'épargne salariale. Celui-ci relève essentiellement du caractère différé de ces formes de rémunération qui permettent une gestion des liquidités beaucoup plus favorable que dans le cadre d'une rémunération salariale. En effet, il apparaît que le caractère différé de l'épargne salariale est susceptible d'avoir un impact positif sur la trésorerie des entreprises et leurs fonds propres. Afin d'étayer cette hypothèse, nous récapitulons ici les caractéristiques des principaux dispositifs d'épargne salariale susceptibles de réduire leur Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et/ou d'accroître leur Fonds de Roulement (FR) et leur fonds propres.

Ces éléments théoriques sont ensuite confrontés empiriquement : l'influence sur la situation de trésorerie est analysée sur un échantillon d'entreprises industrielles tirées des deux enquêtes de la statistique publique. Les résultats mettent en évidence l'existence d'une association statistique entre la distribution de primes de participation ou d'intéressement et une situation de trésorerie favorable ; en revanche, l'actionnariat salarié n'a aucune influence sur la trésorerie. Ce dernier résultat s'explique en fait par la gestion restrictive des capitaux propres pratiquée par les entreprises dans un contexte dominé par les exigences de création de valeur actionnariale : bien que la pratique des augmentations de capital réservées aux salariés constitue un des axes majeur des opérations d'augmentation de capital, leur impact sur les ressources financières de l'entreprise est largement annulé par les mesures visant à reverser des liquidités aux actionnaires (rachat et annulations d'actions, versement de dividendes). Finalement, il apparaît que si

l'épargne salariale peut être un facteur d'amélioration des ressources financière de l'entreprise, celle-ci sert d'avantage à dégager des liquidités pour les actionnaires que pour le financement d'investissements productifs des entreprises.

Section 1 - Une rémunération différée, une source potentielle d'amélioration de la trésorerie : analyse statistique d'un échantillon d'entreprises industrielles françaises

Comme nous l'avons développé dans la section 2 du chapitre II, les dispositifs d'épargne salariale présentent des spécificités qui peuvent être favorables à la trésorerie des entreprises. A partir de deux enquêtes de la statistique publique, nous avons testé l'hypothèse d'une association statistique entre la situation de trésorerie et la pratique des différentes formes d'épargne salariale. Il apparaît que la distribution de primes d'intéressement et de participation est souvent associée à une situation de trésorerie aisée ou satisfaisante, bien que le sens de cette relation puisse être sujet à discussion. En revanche, l'existence d'un actionnariat des salariés n'est pas associé à une situation de trésorerie particulière, ce qui suggère que l'actionnariat salarié n'est pas prioritairement utilisé pour renforcer les fonds propres des entreprises.

Sous-section 1.1 - Des dispositifs d'épargne salariale théoriquement source d'amélioration de la trésorerie

Les dispositifs français de partage des profits que sont l'intéressement et la participation peuvent avoir un impact sur la trésorerie en influant à la fois sur le BFR et le FR. Comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, nous pouvons avancer que l'épargne salariale (par rapport à une augmentation salariale) possède deux propriétés majeures de du point de vue de la trésorerie :

- elle ne dégrade pas le Besoin en Fond de Roulement (BFR)
- elle peut accroître les fonds propres et donc le Fond de Roulement (FR)

La situation de trésorerie (ST) étant liée à l'évolution du BFR et du FR ($ST = FR - BFR$), l'effet neutre de l'épargne salariale sur le BFR peut contribuer à stabiliser la trésorerie tandis que couplée avec un accroissement du FR elle peut même contribuer à son amélioration.

Si l'impact sur le BFR est systématique compte tenu des modalités de paiement des primes d'intéressement, de participation ou de l'abondement, en revanche l'effet sur le FR dépend des modalités de placement de l'épargne salariale. En effet, contrairement à un salaire qui depuis la loi du 2 janvier 1973 doit être versé mensuellement par l'employeur, les dispositifs de partage des profits (intéressement et participation) comme d'épargne entreprise (abondement, PEE, actionnariat salarié et Plan d'option sur action) sont des rémunérations différées. Il convient, donc d'analyser respectivement chaque dispositif au regard de ses potentialités pour la trésorerie de l'entreprise, dont les fonds immobilisés doivent être en permanence réduits au minimum. Il s'agit donc de repérer de quelle manière l'épargne salariale peut contribuer à optimiser la gestion de cette trésorerie.

1.1.1 - L'intéressement : une rémunération différée particulièrement flexible

L'intéressement présente systématiquement la propriété de ne pas dégrader le BFR de l'entreprise par rapport à une augmentation de salaire. Par ailleurs, si le salarié choisit d'utiliser la prime d'intéressement pour acheter des actions de l'entreprise, alors cela peut contribuer à accroître les fonds propres de l'entreprise et donc son FR.

A) Une prime qui ne dégrade pas le BFR...

Le versement de la prime d'intéressement obéit à rythme très variable, généralement annuel, mais qui, selon les accords, peut être infra-annuel (semestriel, trimestriel ou bien mensuel). L'article L. 441-3 du code du travail ne fixe qu'un délai maximum pour le versement de la prime aux salariés : l'entreprise doit verser cette dernière au plus tard le premier jour du septième mois suivant la clôture de l'exercice au titre duquel la prime est attribuée. L'intéressement obéit donc à

un rythme de décaissement nettement plus long que le salaire puisque pouvant intervenir plus d'un an et demi après le début de l'exercice servant de référence au calcul de la prime. Pendant ce temps, la somme représentant la prime globale d'intéressement ne mobilise pas la trésorerie de l'entreprise et ne dégrade pas le BFR.

Comme le montre le tableau 1, la majorité des accords prévoit un versement annuel de la prime. Seule une minorité d'accords prévoit un versement infra-annuel¹.

Tableau III-1 : Répartition des accords d'intéressement signés en 2003 selon la périodicité des versements (en %)

Périodicité	Résultat	Performance	Résultat & performance	Ensemble
Annuelle	92,6	84,7	90,4	90,6
Infra-annuelle	1,5	10,4	5,3	3,9
Non renseigné	5,9	4,9	4,2	5,5
Total	100	100	100	100

Source : CSP 2005

En s'intéressant aux versements infra annuels, nous constatons (cf. tableau 1) que ceux-ci sont principalement semestriels pour les accords d'intéressement aux résultats, tandis qu'ils sont trimestriels ou mensuels pour les intéressement à la performance. Dans le cas d'un versement mensuel, l'intéressement équivaut au rythme de versement du salaire et ne présente plus vraiment d'avantage pour le BFR de l'entreprise, si ce n'est son caractère aléatoire qui le conditionne à la réalisation d'un certain niveau de résultat et/ou de performance.

¹ Lorsque le rythme de versement est semestriel ou trimestriel, c'est souvent le signe d'une recherche de motivation des salariés, la prime d'intéressement subissant alors les fluctuations de la productivité ou des résultats au cours de l'année. C'est probablement pourquoi ce sont les accords d'intéressement à la performance qui sont les plus nombreux à prévoir des versements infra-annuels. Il faut signaler qu'un résultat identique peut être obtenu en maintenant un versement annuel, mais en publiant périodiquement au cours de l'exercice une estimation de la prime que toucheraient les salariés en fonction des performances actuelles.

Tableau III-2 : Répartition des accords d'intéressement signés en 2003 selon le nombre de versements (En %)

Nombre de versements	Résultat	Performance	Résultat & Performance	Ensemble
Un	89,2	78,1	83,7	86,2
Deux	7,7	10	9,2	8,3
Plus de deux	3,1	11,9	7,2	5,5
Total	100	100	100	100

Source : CSP 2005

Si on excepte la petite partie des accords d'intéressement qui prévoit un versement mensuel (très certainement une petite partie des 5,5 % d'accords prévoyant plus de deux versements par an), la majorité d'entre eux prévoient un rythme de « décaissement » de la prime d'intéressement très inférieur à celui du salaire et présentent à ce titre un intérêt pour ne pas accroître le BFR de l'entreprise. Par ailleurs, l'intéressement peut aussi contribuer à accroître le FR de l'entreprise s'il est placé sur un Plan d'Epargne entreprise.

B) ... Et peut contribuer à renforcer le FR

Les salariés qui reçoivent des primes d'intéressement peuvent renoncer à en disposer immédiatement et les placer sur un PEE en contrepartie d'exonérations fiscales. Les sommes placées sur ce PEE seront alors bloquées pendant cinq années et pourront être investies sur différents supports. Parmi ceux-ci, la souscription à une augmentation de capital permet d'accroître les capitaux propres de l'entreprise et donc d'accroître les source de financement pour le FR. Dans ce cas, l'intéressement se rapproche de la logique de la participation aux résultats.

1.1.2 - La participation : une rémunération différée obligatoire

Comme l'intéressement, la participation va avoir des effets spécifiques sur le BFR et le FR de l'entreprise. Mais, les primes de participation présentent la particularité d'être obligatoirement bloquées et placées sur des dispositifs d'épargne en entreprise dont certains permettent un

investissement direct du salarié dans les fonds propres de son entreprise (Comptes courants bloqués – CCB - et actionnariat des salariés).

A) La participation ne dégrade pas le BFR...

Le versement et le calcul de la prime globale de participation (appelée Réserve Spéciale de Participation –RSP) obéit à une périodicité obligatoirement annuelle, la participation devant être versée sur les comptes des salariés au plus tard le dernier jours du troisième mois qui suit la clôture de l'exercice qui a vu naître les droits. La participation permet ainsi à l'entreprise de ne pas dégrader son BFR, car si les résultats ne sont pas au rendez-vous elle n'a pas à verser de prime et d'autre part le versement effectif peut intervenir jusqu'à la fin du trimestre suivant la clôture des comptes.

B) Une source de renforcement du FR

Mais plus encore, la participation présente une singularité par rapport à l'intéressement : les primes individuelles de participation doivent obligatoirement être investies pendant cinq années dans des dispositifs d'épargne en entreprise. Concrètement cela signifie que les primes sont versées sur des comptes individuels au nom de chaque salarié mais qu'ils ne peuvent disposer de cette somme avant l'expiration du délai légal¹. Ces sommes peuvent être orientées, selon le choix du salarié et les options offertes par l'entreprise dans plusieurs dispositifs d'épargne en entreprise :

- Soit sur un Compte Courant Bloqué (CCB) : Les CCB sont un dispositif d'épargne entreprise exclusivement réservés aux primes de participation. Les comptes courants bloqués constituent une créance des salariés sur l'entreprise, rémunérée selon un taux minimum fixé réglementairement. Comme ces sommes sont bloquées (au moins cinq

¹Hors cas de déblocage anticipés.

années), les comptes courants sont considérés comme des quasi fonds propres¹. En effet, les liquidités apportées à l'entreprise permettent ici aussi d'accroître le fond de roulement de l'entreprise et sont donc susceptibles d'améliorer la trésorerie.

- Soit directement dans des actions de l'entreprise ou du groupe : le salarié peut utiliser sa prime de participation pour acquérir ou souscrire des actions de l'entreprise ou du groupe. Dans le cas où la participation est utilisée pour la souscription à une augmentation de capital, alors l'entreprise peut voir ses fonds propres et donc son FR augmenter².
- Soit dans des OPCVM tels que les FCPE ou les SICAV : dans ce cas, l'effet sur le FR de l'entreprise est plus aléatoire. Tout dépendra des choix de placement opérés par les gestionnaires du fonds. Dans les faits près de la moitié des sommes placées sur les FCPE sont investies en titres de l'entreprise (essentiellement actions mais aussi obligations). Ici encore, il n'y aura un effet sur le FR que si le fonds a souscrit de nouveaux titres.

Le différé de la participation est donc accru, puisqu'une partie - voir la totalité - de la participation reflue vers l'entreprise. Certes, ces sommes placées donnent lieu à des versements d'intérêts ou de dividendes, mais elles n'en constituent pas moins un afflux de liquidités, à condition évidemment de correspondre à une augmentation de capital et non à un simple rachat d'actions déjà existantes.

1.1.3 - L'épargne collective d'entreprise (PEE et OPCVM) : une incitation aux placements différés

En plus des dispositifs de partage des profits, les entreprises peuvent mettre en place des dispositifs de placement en entreprise. Ceux-ci prennent la forme d'un Plan d'Epargne en Entreprise (PEE), des Plans d'Epargne Retraite Collectifs (PERCO) dont les fonds sont investis dans des OPCVM tels que des Fonds Communs de Placement en Entreprise (FCPE) ou des Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV). Ces dispositifs permettent aux salariés de

¹ Ce qui est important pour certaines opérations, notamment les demandes de prêt auprès des établissements de crédit, puisqu'ils viennent accroître le niveau des fonds propres pris en considération pour le calcul du taux d'endettement de l'entreprise. A ce titre, et plus largement, l'existence d'une épargne salariale au sein d'une entreprise constitue un « signal » positif envoyé aux banques et aux investisseurs.

² L'impact sera plus délicat dans le cas d'un groupe : le salariés d'une filiale qui utilise la participation versée par la filiale pour acquérir des titres de la société mère opère en fait un transfert de liquidités de la filiale vers la société mère.

se constituer un portefeuille de valeurs mobilières, souvent à des conditions fiscales et sociales avantageuses, en recueillant les sommes issues de la participation, de l'intéressement ou encore de versements volontaires.

L'épargne d'entreprise permet d'accroître le différé d'une partie de la rémunération des salariés, en particulier de l'intéressement ou des versements volontaires. Les versements effectués sur un PEE ou un PERCO¹, bénéficient en effet d'exonérations fiscales incitant le salarié à placer ces sommes pour une durée minimale de cinq années². Par ailleurs, l'employeur a la possibilité d'y ajouter une incitation financière, l'abondement, qui peut aller de la prise en charge des frais de gestion à des versements complémentaires à ceux des salariés³, en passant par la mise en place de mécanismes à effet levier⁴.

Les placements offerts par l'épargne collective d'entreprise peuvent être diversifiés ou investis en titres de l'entreprise. Dans ce dernier cas, si cet investissement coïncide avec une augmentation de capital ou de l'endettement, il peut engendrer un accroissement équivalent du FR de l'entreprise. L'intérêt pour l'entreprise est d'organiser le reflux d'une partie de la rémunération versée à ses salariés, pour financer son activité. Par ailleurs, les intérêts et dividendes, alors versés aux salariés, servent aussi de complément de rémunération pour le travail effectué par ces salariés.

Si les placements des salariés sont diversifiés, l'intérêt pour l'entreprise est plus réduit, si ce n'est de fournir à ses salariés un surplus de revenu directement prélevé sur les marchés, et non plus payé par l'entreprise. En effet, lorsque les primes de participation ou d'intéressement sont placées hors de l'entreprise sur des organismes collectifs en valeur mobilière (OPCVM), il n'y a théoriquement pas d'effet positif à attendre sur les fonds propres de l'entreprise et par extension sur la trésorerie. Ce dernier point est cependant à nuancer. En effet, les FCPE et les SICAV constituent une forme de gestion intermédiée des fonds qui peut être en totalité ou en partie

¹ A l'exception de la participation qui est obligatoirement différée et ne peut donner lieu à un abondement dans le cadre du PEE.

² Sauf cas de déblocage anticipé

³ Généralement, l'employeur abonde le compte du salarié d'un certain % des versements volontaires.

⁴ L'effet levier est une technique financière consistant à multiplier le montant investi par recours à un prêt, et visant à accroître de manière plus que proportionnelle le rapport entre le capital engagé et les gains obtenus.

investie vers les titres de l'entreprise. C'est, le cas des SICAV d'actionnariat salarié (SICAV AS) ou des FCPE dédiés. Cependant, des OPCVM « diversifiés » peuvent aussi investir une partie de leurs fonds dans les titres de l'entreprise. Ainsi, près de la moitié des encours des FCPE¹ sont investis dans les entreprises. Il peut donc y avoir un actionnariat salarié indirect via les FCPE, ce qui peut induire un effet positif sur la trésorerie des entreprises en question. De leur côté, les SICAV en tant qu'instrument d'épargne salariale ont tendance à perdre du terrain par rapport aux FCPE. Le nombre de SICAV et surtout le montant de leurs encours ne cessent de se réduire².

1.1.4 - L'actionnariat salarié : un moyen de préserver la trésorerie et de renforcer les fonds propres

L'actionnariat salarié consiste en l'acquisition par les salariés de titres de leur entreprise (ou de leur groupe). S'il peut exister un actionnariat individuel des salariés - lorsque le salarié prend de lui même l'initiative de se porter acquéreur de titres - dans bien des cas, l'actionnariat des salariés résulte d'un dispositif collectif mis en place au sein de l'entreprise.

En premier lieu, les dispositifs d'épargne salariale (Participation, PEE...) peuvent proposer aux salariés de placer une partie de leurs avoirs en titre de l'entreprise. Il existe néanmoins la possibilité pour l'entreprise de mettre en place une augmentation ou une cession de capital réservée aux salariés, ouvrant à l'ensemble des salariés la possibilité d'acquérir des titres de l'entreprise à des conditions préférentielles. En particulier, il est souvent octroyé aux salariés une décote (ou rabais) sur le prix de souscription ou d'achat du titre pouvant dans certains cas s'élever à 20 % de la cotation de marché³. Par ailleurs, si l'entreprise dispose d'un PEE, les avantages liés à celui-ci (abondement, effet levier) sont cumulables avec ceux d'une

¹ Un FCPE peut être diversifié tant que son actif ne comprend plus d'un tiers de titres émis par l'entreprise. Au delà de ce seuil, le FCPE relève de l'article L 214-40 (FCPE d'actionnariat salarié).

² réduire Selon le rapport annuel 2004 de la banque de France, l'encours des SICAV en « actions françaises » est ainsi passé de 56,3 milliards d'€ en 2000 à 17,7 milliard en 2004).

³ Lorsque les titres sont cotés, le prix de session (cas d'un achat de titre existants) est fixé d'après le cours de bourse. Le prix de souscription, ne peut être ni supérieur à la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision du CA ou du directoire fixant la date d'ouverture de la souscription, ni inférieur de plus de 20% de cette moyenne.

augmentation de capital réservée aux salariés. Dans ces conditions, l'incitation à l'investissement des avoirs des salariés en titres de l'entreprise est particulièrement importante.

Du point de vue de l'entreprise, la mise en place et la promotion de l'actionnariat salarié peut présenter certains avantages, selon qu'elle s'effectue par émission ou rachat de titres.

A) L'augmentation de capital réservée, source d'accroissement du FR sans accroissement du BFR

Dans le cadre d'une augmentation de capital réservée aux salariés¹, l'intérêt est bien entendu d'accroître les fonds propres de l'entreprise, du montant des souscriptions effectuées par les salariés (amputé éventuellement du rabais, même si, par ailleurs, celui-ci est déductible du bénéfice imposable de la société). L'augmentation de capital n'est réalisée qu'à concurrence du montant des actions souscrites par les salariés, ce qui implique que l'entreprise n'a pas à détenir d'actions en propre. Cependant, les actions souscrites peuvent être libérées par des versements périodiques ou par des prélèvements égaux et réguliers sur le salaire du souscripteur, dans la limite d'une durée de trois ans.

Par ailleurs, pour l'entreprise, la part du profit reversée aux actionnaires (y compris salariés) sous forme de dividendes n'est en ce cas pas plus importante. En revanche, il y a diminution du Bénéfice par actions² (BPA) - à *Price earning ratio*³ (PER) constant – ce qui peut nuire aux autres actionnaires⁴.

B) L'actionnariat par achat d'actions : un effet neutre pour le BFR

Dans le cadre d'achat en bourse d'actions existantes, les salariés doivent préalablement effectuer les versements correspondants au prix de cession, via un FCP ou sur un « compte d'actionnariat »

¹ Salariés en activité ou anciens salariés.

² Le BPA est la part du profit d'une société affectée à une action.

³ Le PER est le rapport entre le cours d'une action et le montant du bénéfice par action.

⁴ On parle alors d'effet dilutif de l'opération.

au sein de l'entreprise. L'entreprise ne procédera au rachat d'actions qu'une fois que le compte du salarié aura atteint le cours constaté. L'entreprise n'a donc pas à décaisser de liquidités, ce qui implique un effet neutre sur le BFR. Par ailleurs, le rachat d'actions existantes par les salariés ne donne pas lieu à une augmentation du capital. En d'autres termes, l'effet sur le FR est lui aussi nul. L'achat d'actions à destination des salariés n'a donc pas d'effet positif sur les fonds propres, mais il ne dégrade pas la trésorerie de l'entreprise (exception faite du montant de la décote qui reste à la charge de l'entreprise). En revanche, il peut contribuer à soutenir le cours boursier – en maintenant la demande pour le titre. D'ailleurs, les études montrent que la réaction des marchés à l'annonce d'un plan d'actionnariat salarié par rachat d'action est généralement positive¹. Qui plus est, cette pratique est compatible avec la création de valeur actionnariale car elle n'implique pas de diminution du BPA et donc des droits des autres actionnaires².

L'actionnariat salarié, constitue indéniablement un investissement rentable pour les salariés et pour l'entreprise. Cependant, les avantages que peut retirer cette dernière varient selon que le plan prévoit l'émission ou le rachats des actions proposées aux salariés. La souscription d'actions est plus favorable aux fonds propres de l'entreprise, mais est défavorable aux actionnaires. L'achat d'actions, ne présente pas d'avantage pour les finances de l'entreprise, mais ne nuit pas aux intérêts des actionnaires, intérêts que les dirigeants de l'entreprise sont incités à défendre, notamment parce qu'une large partie de leur rémunération est directement dépendante du cours de bourse via les Plans d'option sur action.

C) Les Plans d'option sur action : le moins avantageux des dispositifs d'épargne salariale pour la trésorerie de l'entreprise

Les Plans d'Option sur Action (POA ou *stock options*) sont un système particulier d'épargne salariale. Tout d'abord, ils se distinguent des autres dispositifs par leur caractère individuel : en effet, les bénéficiaires d'un POA³ sont désignés nommément par le conseil d'administration de l'entreprise, qui choisit en outre discrétionnairement le nombre d'options à attribuer à chaque

¹ Pour une présentation d'une partie de ces études aller à la section 1 du quatrième chapitre de cette thèse.

² Du point de vue de la structure financière de la firme et de sa « gouvernance », la constitution d'un actionnariat salarié plus ou moins captif, peut aussi contribuer au renforcement du contrôle par la direction ou l'actionnaire majoritaire.

³ Le principe du POA doit préalablement être autorisé par l'AG.

salarié. C'est pourquoi la distribution de POA s'est généralisée dans les grandes entreprises, elle ne concerne souvent qu'un faible nombre de salariés, situés la plupart du temps au sommet de la hiérarchie. Les POA consistent en l'attribution au salarié, pour une période limitée, du droit d'acquérir une action de l'entreprise à un prix fixé d'avance (le prix « d'attribution »). Cette « option » permet au salarié de choisir le moment qu'il estimera le plus propice pour exercer ce droit d'achat, généralement lorsque la différence entre le prix d'attribution de l'option et le cours de titre est la plus importante, afin de réaliser la plus value « d'acquisition » la plus élevée. Une fois l'option levée, le salarié devient propriétaire des actions et peut alors les vendre sur le marché afin de réaliser une plus value « de cession ». Cependant, les POA représentent une forme de débouché pour de l'épargne salariale, puisque les sommes placées sur un PEE peuvent servir à l'acquisition ou à la souscription d'option sur action.

Ce dispositif, permet ainsi au salarié de réaliser des gains qui peuvent être très importants en cas de tendance haussière du cours du titre, et ce en n'assumant pratiquement aucun risque, car s'il juge le cours de l'action trop faible, le salarié peut choisir de ne pas exercer son option. Le salarié ne subit donc, finalement, qu'un coût d'opportunité.

En revanche, pour l'entreprise, les POA présentent nettement moins d'avantages du point de vue financier. En effet, l'entreprise assume directement le coût de la plus value d'acquisition réalisée par le salarié, puisque la différence entre le prix d'attribution de l'option et le cours de l'action au jour de la levée constitue une perte sèche pour l'entreprise. Par ailleurs, l'entreprise assume la totalité du risque, puisque en cas de dépréciation du titre, c'est son *goodwill*¹ qui se verra déprécié. Les POA constituent de surcroît une très mauvaise opération pour sa trésorerie. En effet, durant toute la durée du POA, l'entreprise va devoir avancer les liquidités nécessaires à l'éventuel exercice de l'option.

Pour bien saisir cet aspect, il faut encore une fois distinguer entre le Plan d'Option de Souscription d'Action (POSA) – qui donne lieu à l'émission d'actions nouvelles - et le Plan d'Option d'Achat d'Action (POAA). Dans le cadre d'un POSA, l'entreprise n'émet effectivement les actions qu'à compter de leur acquisition par le salarié (c'est à dire à la levée de l'option

¹ C'est à dire l'écart d'acquisition des actions détenues en propre.

donnant lieu au versement du prix d'attribution). L'entreprise n'a donc pas d'avance de liquidités à effectuer avant cette date. En revanche elle devra compenser la différence entre le prix de souscription et la valeur nominale des actions émises, en transférant des liquidités pour créditer le compte 1042 – primes d'émission¹. En ce qui concerne le POAA, le code du commerce (Art L225 – 179) prévoit que l'entreprise ne peut consentir de telles options qu'à la condition d'avoir procédé au rachat préalable de ces actions. En d'autres termes pour pouvoir engager un POAA, l'entreprise doit posséder des actions détenues en propres, en nombre au moins égal au nombre d'options. Ceci implique que l'entreprise doit décaisser le montant des ces acquisitions jusqu'à la levée de l'option par le salarié. Et dans ce cas, l'entreprise assume bien entendu les risques de dépréciation du titre². Ainsi, dans le cas où la différence entre le prix de vente (prix fixé pour la levée de l'option) et le coût des actions cédées (prix de rachat par l'entreprise) se traduit par une perte, alors le compte 6783 « malis provenant du rachat par l'entreprise d'actions et d'obligations émises par elle-même » sera débité d'autant. De même, si tout ou partie des options ne sont pas levées à la fin de l'exercice, une provision pour dépréciation devra être constatée si le prix de levée de l'option est inférieur au prix de rachat du titre.

Les POA sont donc des dispositifs très avantageux pour les salariés qui en bénéficient³. En revanche, ils présentent de nombreux inconvénients pour l'entreprise en terme de coût, de risque et de trésorerie, même si leur mode de comptabilisation favorable (aux Etats Unis, les POA n'étaient pas comptabilisés en charge de personnel) a longtemps permis de compenser, voir de masquer ce problème⁴.

¹ Cependant, l'écart existant entre le cours à la date de la levée de l'option et la valeur de souscription ne doit pas faire l'objet d'une constatation de perte ou de gain (CNCC, bull. 75, septembre 1989, p 380). Signalons cependant, que l'entreprise subit néanmoins un coût d'opportunité, puisque par un appel au marché classique, elle aurait probablement pu émettre des actions à un prix plus élevé.

² Du point de vue la gouvernance de l'entreprise, l'auto-détention de ces titres par l'entreprise constitue aussi un autocontrôle. Ceci est d'autant plus discutable, que ce sont essentiellement les dirigeants qui bénéficient du système des stock options, de même qu'ils contrôlent effectivement les actions détenues en propre...

³ Et même lorsque malgré ces avantages, le marché réduit les perspectives de plus values, les entreprises n'hésitent pas à mettre en place de coûteux et ingénieux systèmes de compensation, tels que le « repricing » (consistant à modifier, au cours du plan, le prix d'attribution de l'option), ou l'annulation complète du POA et son remplacement par un plan plus avantageux.

⁴ Ainsi l'emblématique Microsoft a reconnu que s'il avait appliqué les nouvelles normes comptables IAS et donc comptabilisé en charges ses plans de *stock options*, ses bénéfices annuels de 2001 et 2002 auraient été diminué de 30 %...

1.1.5 - Effets sur la trésorerie des différents dispositifs d'épargne salariale

Comme le résume le tableau 3 ci dessous, par rapport à une augmentation salariale « classique », les dispositifs d'épargne salariale sont donc particulièrement compétitifs pour la trésorerie de l'entreprise. Néanmoins, là où l'intéressement et la participation ne dégradent pas la trésorerie de l'entreprise, les dispositifs d'actionnariat salarié n'impliquent pas tous des effets favorables sur le fond de roulement, en particulier lors de rachat d'actions. Les *stock-options*, souvent réservés à une élite, ne présentent aucun avantage en terme de trésorerie et de fonds propres. Il se dessine alors un fonctionnement global de l'épargne salariale, où l'intéressement et la participation ouverts à tous les salariés permettent des économies de trésorerie par rapport à une augmentation de salaire générale, tandis qu'à l'autre extrémité les *stock options* réservés à une minorité alourdissent considérablement les charges de l'entreprise. Entre ces deux pôles, l'épargne d'entreprise et l'actionnariat salarié, auront plus ou moins d'intérêt économique pour l'entreprise selon qu'ils sont orientés vers des augmentations de capital, vers le rachat d'action ou des placements diversifiés hors de l'entreprise.

Tableau III-3 : Tableau récapitulatif des effets attendus des différents dispositifs d'épargne salariale sur la trésorerie de l'entreprise

			Effet sur le BFR	Effet sur le Fond de Roulement	Effet global sur la trésorerie
Augmentation de Salaire			-	=	-
Participation	<i>Comptes courants bloqués (CCB)</i>		=	+	+
	<i>Actionnariat salarié</i>	<i>Rachat d'actions</i>	=	=	=
		<i>Augmentation de capital</i>	=	+	+
	<i>Placements diversifiés (FCPE, SICAV)</i>		=	=	=
Intéressement + Abondement si PEE	<i>Perçu directement</i>		=	=	=
	<i>Actionnariat salarié</i>	<i>Rachat d'actions</i>	=	=	=
		<i>Augmentation de capital</i>	=	+	+
	<i>Placements diversifiés (FCPE, SICAV)</i>		=	=	=
Plan d'actionnariat salarié (+ décote)	<i>Rachat d'actions</i>		=	=	=
	<i>Augmentation de capital</i>		=	+	+
Plan d'option sur action¹ (+ rabais)	<i>Rachat d'actions</i>		-	=/-	-
	<i>Augmentation de capital</i>		=	+/-	+/-

Il va de soi que le tableau ci-dessus, constitué par nos soins, n'est qu'une représentation simplifiée des effets que les dispositifs - pris individuellement - sont sensés avoir sur la trésorerie. Dans les faits, les entreprises cumulent et combinent les différents dispositifs dans le cadre d'architectures parfois très élaborées. Ainsi, la participation ou l'intéressement (+ un éventuel

¹ Pour ce qui concerne l'effet sur la trésorerie et plus particulièrement le Fonds de roulement, celui-ci dépend beaucoup de l'ampleur de la moins value que subira l'entreprise lors de la levée de l'option par le salarié, ce qui explique les symboles « + /- » et « +/- ».

abondement) placés sur un Plan d'Epargne Entreprise peuvent servir à l'acquisition d'actions dans le cadre d'un plan d'actionnariat salarié ou d'un plan d'option sur action, qui peuvent se faire via l'octroi d'Actions à Bon de Souscription d'Action¹ (ABSA). Les avantages, fiscaux et financiers des divers dispositifs se cumulent alors. L'impact sur la trésorerie doit alors être analysé au regard des spécificités de chaque politique d'entreprise.

Compte tenu de ces éléments, nous postulons que les entreprises mettent en place de l'épargne salariale en partie dans le but de préserver (effet neutre sur BFR) ou d'améliorer (effet positif sur FR) leur trésorerie. Il convient alors de vérifier cette assertion, en regardant si la présence de dispositif d'épargne salariale constitue véritablement un élément discriminant de la situation de trésorerie des entreprises françaises.

Sous-section 1.2 - L'intéressement et la participation facteur d'amélioration de la trésorerie : le cas d'un échantillon d'entreprises industrielles françaises (2000 – 2002).

Pour étudier les pratiques de l'épargne salariale des entreprises françaises, nous avons procédé à une analyse statistique portant sur un échantillon d'entreprises industrielles françaises. L'objectif central de cette analyse est de vérifier l'hypothèse d'un lien positif entre la pratique de l'épargne salariale et la situation de trésorerie des entreprises, les entreprises ayant mis en place des dispositifs d'épargne salariale devant présenter une meilleure situation de trésorerie que les entreprises appliquant des augmentations salariales classiques. Malgré certaines limites liées à la nature des variables, il semble se dégager deux conclusions importantes : la distribution de primes de participation ou d'intéressement est positivement associée à une situation de trésorerie aisée ou satisfaisante, mais pas l'existence d'un actionnariat salarié. Ces résultats laissent supposer que s'il y a un impact favorable de l'épargne salariale sur la trésorerie des entreprises celui-ci provient plutôt de la modération du BFR plus que de l'accroissement des fonds propres.

¹ Les bons de souscription octroient au bénéficiaire le droit d'obtenir un certain nombre de titres (souvent gratuitement) lors de l'achat d'un autre titre (ici des actions).

1.2.1 - L'échantillon : Les données individuelles d'enquêtes de la statistique publique.

Pour analyser l'existence d'un lien entre dispositif d'épargne salariale et situation de trésorerie des entreprises, il convient de disposer de certaines informations, tels que les montants de participation financière distribués ou encore les flux de trésorerie. Les rapports annuels des entreprises ne fournissent pas toujours ces informations ou en tous cas pas de manière suffisamment détaillée (variation des périmètres de consolidation...). De surcroît, les informations sur la trésorerie, lorsqu'elles existent, fournissent des soldes – et non des flux – difficilement interprétables du strict point de vue quantitatif. En revanche il existe des bases de données comportant des informations sur la participation financière des salariés ou sur la trésorerie des entreprises.

Ainsi, la Direction de l'Animation de la Recherche des Enquêtes et de la Statistique (DARES) du Ministère des affaires sociales procède chaque année à une enquête sur la Participation, l'Intéressement, les Plans d'épargne en entreprise et l'Actionnariat salarié (enquête PIPA), auprès d'environ 15 000 entreprises du secteur marchand privé. Concernant la trésorerie, notre idée initiale était d'avoir recours à la centrale de bilan de la Banque de France (BdF), qui offre une information très complète sur les flux de trésorerie. Cependant, les services de la Banque de France ne nous ont pas autorisé à avoir accès à ces données. Nous nous sommes alors tournés vers l'Institut National de la Statistique et des Enquêtes Economiques (INSEE) dont le département conjoncture effectue chaque semestre une enquête qualitative sur la situation de trésorerie des entreprises industrielles (Enquête conjoncturelle sur la Situation de Trésorerie dans l'Industrie – désormais STI)¹.

¹ Pour accéder aux données individuelles de ces enquêtes, soumises au secret statistique, nous avons déposé une demande auprès de la commission du secret du Conseil National de l'Information Statistique (CNIS).

1.2.2 - Intérêt et limites des informations fournies par les enquêtes PIPA et STI

Les deux enquêtes utilisées pour constituer les échantillons de travail fournissent des informations sous formes de variables qualitatives ou quantitatives. Les informations qu'elles délivrent ne couvrent cependant pas tous les éléments utiles à notre problématique relative à l'épargne salariale et la situation de trésorerie.

A) Les limites relatives aux variables de trésorerie

L'Enquête sur la Situation de Trésorerie dans l'Industrie (STI) est essentiellement constituée de variables qualitatives issues de questions fermées permettant de caractériser les différentes variables sur la trésorerie uniquement par rapport à trois modalités (du type : « aisée »/ « normale »/ «difficile »)¹. Ainsi, elle ne fournit pas un solde net de trésorerie. Le caractère qualitatif des variables de trésorerie présente malgré tout un avantage par rapport à un solde de trésorerie : l'objectif de toute entreprise étant de limiter autant que possible l'immobilisation de liquidité en trésorerie, un faible solde de trésorerie ne constitue pas nécessairement une mauvaise performance pour l'entreprise, mais peut aussi signifier une excellente gestion de l'actif circulant. En d'autres termes un chiffre de trésorerie (y compris rapporté par rapport à une autre variable) est difficile à interpréter globalement, hors du contexte propre à chaque entreprise². Ainsi, le fait d'avoir une variable recensant l'opinion de la direction de l'entreprise concernée sur sa situation de trésorerie permet finalement d'éviter certaines erreurs d'interprétation des valeurs « brutes ». Il faut pourtant reconnaître que l'information fournie est nettement moins précise que celle que fourniraient les flux de la centrale de bilan de la Banque de France. Qui plus est, si une variable renseigne sur l'évolution récente la trésorerie, il n'y a pas – contrairement la centrale de bilan de la BDF - d'information précise sur les soldes intermédiaires de trésorerie (trésorerie d'exploitation, trésorerie hors exploitation). Il est donc difficile de savoir si l'évolution de la

¹ Cf. Exemple du questionnaire envoyé aux entreprises en annexe.

² Même si on peut le rapporter, par exemple à l'actif total de la firme.

trésorerie relève précisément d'une variation des encaissements ou des décaissements, d'éléments d'exploitations ou hors exploitation, du compte de résultat ou du bilan¹.

B) Les spécificités du secteur industriel

Par ailleurs, l'enquête STI, comme son nom l'indique ne porte que sur des entreprises industrielles. De ce fait, notre analyse ne pourra porter que sur cette catégorie d'entreprise. Cette limite sectorielle de l'enquête implique bien évidemment un ajustement théorique, une entreprise industrielle n'ayant pas le même cycle « de production » ou de circulation du capital qu'une entreprise financière ou commerciale. En fait, l'entreprise industrielle représente théoriquement « l'idéal type » de l'entreprise classique, qui assume toutes les étapes de la du cycle de production. La trésorerie de l'entreprise industrielle est ainsi fortement influencée par la durée de son cycle de production, l'importance des stocks, mais aussi les délais des crédits clients ou fournisseurs, ou encore l'évolution du prix des consommations intermédiaires. La trésorerie d'une entreprise industrielle se distingue ainsi de celle des entreprises commerciales qui présentent souvent des BFR négatifs en raison d'un écoulement très rapide des marchandises qu'elles achètent².

Par ailleurs, en matière d'épargne salariale, il convient de noter que les entreprises industrielles ont une politique plus développée que la moyenne nationale que ce soit en matière de participation, d'intéressement ou de PEE³.

C) Les limites des variables relatives à l'épargne salariale

L'enquête PIPA est constituée de plusieurs dizaines de variables qualitatives et quantitatives⁴. De par son ampleur et son caractère d'ordre public, elle constitue cependant la source la plus

¹ L'enquête TSI, fourni en fait toute une série de variables qualitatives trimodales sensées refléter l'influence des divers éléments du Compte de résultat de du bilan sur la trésorerie (influence favorable, neutre, défavorable). Néanmoins de ces informations ne donnent que des indications générales et ne permettent pas de déterminer la part respective de chaque facteur.

² PIERRAT C. (2006), *La gestion financière de l'entreprise*, La découverte, coll. Repères, pp. 15-16.

³ Pour une synthèse chiffrée très complète voir DESTRADE J-P (2004), « la participation financière de 1999 à 2002, séries statistiques révisées », *Premières informations premières synthèses*, DARES, n° 38.2, 8 p.

⁴ cf. liste des variables en annexe.

importante et la plus fiable d'informations sur l'épargne salariale dans les entreprises françaises. Malgré tout, cette enquête ne fournit pas toutes les informations relatives à l'épargne salariale. L'enquête portant sur la période 2000 à 2002, elle ne rend pas compte des changements intervenus récemment dans la législation sur l'épargne salariale : Loi « Fabius » de 2001, création du PERCO en 2003, déblocage anticipé de la participation en 2004, prime exceptionnelle d'intéressement en 2005...

Ensuite, elle ne renseigne pas sur les diverses formes de placement des sommes versées sur un PEE, ce qui ne permet pas de savoir si ces sommes sont investies en titres de l'entreprise ou en placement diversifiés. Par ailleurs, l'enquête ne fournit pas non plus d'informations quant aux placements des FCPE et des SICAV recueillant les primes de participation, nous empêchant de savoir si ceux-ci sont investis en titres de l'entreprise ou sur des placement diversifiés.

A ceci, s'ajoute que les variables concernant l'actionnariat salarié sont souvent partiellement manquantes et d'ailleurs considérées par le service enquêteur comme peu fiables pour une partie d'entre elles (notamment les questions les plus précises sur les flux). Ajoutons enfin, que lorsque nous disposons de données sur l'actionnariat salarié nous ne possédons jamais d'informations sur le mode d'attribution de ces titres, à savoir via le rachat d'actions existantes ou via l'émission d'actions nouvelles. Ce dernier point est très important dans le cadre de notre problématique puisqu'il implique des conséquences différentes en matière d'évolution des fonds propres et de la trésorerie, un simple rachat n'ayant pas de conséquence pour la trésorerie tandis que la souscription à une émission d'actions pouvant se traduire par un accroissement du FR.

1.2.3 - La constitution de l'échantillon

Pour obtenir une base de données renseignant à la fois sur les pratiques d'épargne salariale et sur la situation de trésorerie des entreprises, il a été procédé au croisement des données des deux enquêtes¹, afin de conserver les informations relatives aux entreprises ayant répondu aux deux enquêtes, et ceci sur les années 2000, 2001 et 2002. Au final, nous obtenons trois échantillons

¹ En utilisant comme clé d'appariement les numéros SIREN des entreprises.

(que nous appellerons « échantillons de travail ») allant de 490 entreprises pour l'année 2000, à 695 pour l'année 2002, l'échantillon de l'année 2001 se montant à 495 entreprises¹.

La principale difficulté réside dans l'harmonisation satisfaisante des données semestrielles issues de l'enquête STI et des informations annuelles de l'enquête PIPA. Dans ce but, les données relatives aux modalités des variables semestrielles ont été agrégées pour obtenir de nouvelles variables annuelles. Il a été procédé à l'agrégation des données semestrielles - variable trimodale (1 = situation de trésorerie « aisée », 2 = situation de trésorerie « normale » et 3 = situation de trésorerie « difficile ») - pour obtenir une nouvelle variable annuelle de six modalités. A partir de cette nouvelle variable, il est éventuellement possible de synthétiser l'information en réduisant le nombre de modalités².

1.2.4 - La représentativité de l'échantillon

Les échantillons de travail obtenus par le croisement des enquêtes PIPA et STI sont d'une taille relativement modeste par rapport aux enquêtes initiales (entre 500 et 700 entreprises contre environ 2 000 pour l'enquête STI et 15 000 pour l'enquête PIPA). Surtout, cet échantillon ne sera constitué que d'entreprises industrielles (y compris l'Energie et les Industrie Agroalimentaires - IAA). Si celui-ci ne restitue pas exactement le poids de chaque sous secteur (au sens de la classification NES 114), il convient de remarquer que les enquêtes PIPA et STI initiales menées par la DARES et l'INSEE n'échappaient pas non plus à ce déséquilibre.

Plus problématique, nous constatons une très importante sous représentation des entreprises de moins de 50 salariés au bénéfice d'une sur représentation des entreprises de plus de 250 salariés. (Cf. Annexes). De même, les entreprises ayant des dispositifs d'épargne salariale (avec des nuances selon les dispositifs) sont sur-représentées. Ceci s'explique notamment par la sur-

² Cette dichotomisation de variable qualitative simplifie l'analyse mais entraîne bien entendu une perte d'information et implique une manipulation prudente de ces informations. Sur ce problème voir Saint Pierre, « analyse factorielle et la mal mesure de l'homme », Ecoles doctorales de l'UTM, 18 avril 2003, 15 p.

représentation des entreprises de grande taille qui sont aussi celles qui ont le plus développé l'épargne salariale. De même, la participation n'est obligatoire que pour les entreprises de plus de 50 salariés, ce qui explique l'écart important entre l'enquête PIPA et l'échantillon de travail.

En revanche, les entreprises disposant d'un actionnariat salarié semblent aussi équitablement représentées dans l'échantillon de travail que dans l'enquête PIPA : environ 15 % des entreprises industrielles de l'échantillon déclarent avoir un actionnariat salarié ce qui est aussi équivalent à la moyenne nationale des entreprises cotées¹. Du côté de la situation et de l'évolution de la trésorerie, l'échantillon est d'avantage appareillé avec les résultats des enquêtes d'origine. Tout juste peut-on noter une très légère (de l'ordre d'un point) sur-représentation des entreprises ayant une situation de trésorerie aisée et une sous-représentation des entreprises affichant une situation difficile.

1.2.5 - L'étude statistique descriptive : l'analyse des correspondances multiples

Classiquement, deux formes d'analyses des données peuvent être distinguées

- La statistique descriptive et exploratoire : Il s'agit dans cette première étape de repérer les tendances marquantes des phénomènes étudiés à l'aide notamment de tableaux synthétiques. Une fois croisées les différentes variables, s'il se dégageait des tendances n'infirmer pas notre hypothèse cela justifie de pousser plus loin l'analyse de données.
- La statistique inférentielle et confirmatoire : elle permet de valider ou d'infirmer des hypothèses formulées a priori ou après une phase exploratoire, en sélectionnant une ou plusieurs variables explicatives (régression logistique, analyse de la variance, ...).

Ces deux types d'analyse de données peuvent donc être utilisées individuellement ou conjointement. Selon L. LEBART et alii « *la statistique descriptive permet de représenter de façon vivante et assimilable des informations statistiques en les simplifiant et les schématisant*² ».

¹ DESTRADE J-P (2004), op.cit , p. 8.

² LEBART L., MORINEAU A. et PIRON M. (2000), *statistique exploratoire multidimensionnelle*, Dunod, Paris, p. 1.

Parmi ces méthodes, les méthodes d'analyse factorielles, fondées sur la recherche d'axes principaux, produisent des visualisations graphiques des éléments à décrire. Elles permettent de dégager certaines tendances et de repérer les variables utiles pour mener des analyses exploratoires plus poussées.

La majeure partie des variables de l'échantillon étant qualitatives¹, nous allons, pour décrire les principales tendances (associations) entre ces variables, utiliser une méthode d'analyse factorielle particulière, l'analyse des correspondances multiples (ACM). L'ACM, est la généralisation de l'Analyse Factorielle des Correspondances (AFC) à plusieurs variables². Cette méthode mise en évidence par J-P BENZECRI³, a notamment été popularisée par les travaux du sociologue Pierre Bourdieu. Elle permet de décrire les relations entre plusieurs variables qualitatives dans un espace à peu de dimensions contenant les modalités de variables ainsi que les objets de ces modalités. Dans cet espace, les proximités géométriques entre les points-lignes et entre les points-colonnes d'un tableau de données, traduisent en fait des associations statistiques soit entre les individus, soit entre les variables.

En d'autres termes, à partir de la contribution des différentes variables à la construction des axes, la distance entre les points représentant les modalités de ces variables permettra d'apprécier s'il existe (ou non) dans la population de l'échantillon, une association statistique entre les différentes modalités. A partir de l'origine des axes (intersection) qui correspond à une distribution équiprobable des différentes modalités des variables, l'observation de la position graphique des points représentant les modalités des variables par rapport à l'origine, permet de déduire l'existence d'une relation entre les variables. La proximité de deux modalités (angle inférieur à 90°) indique donc l'existence d'une association positive, tandis que leur éloignement suppose une association négative (angle supérieur à 90°). Par ailleurs, deux modalités de variables dont la distance est égale à un angle droit n'ont pas de relation statistique entre elles. Par contre, il

¹ Lorsque certaines d'entre elles ne le sont pas elles seront regroupées en classe puis discrétisées.

² L'analyse des correspondances multiples a aussi été développée sous l'appellation *d'homogeneity analysis* par J. de Leeuw (1973), ainsi que par Nishiato (1980) sous le nom de *dual scaling* (LEBART L., MORINEAU A. et M. PIRON (2000), *op.cit*, p 108).

³ BENZECRI J-P (1969), "statistical analysis as a tool to make patterns emerge from clouds", *Methodology of pattern recognition*, Dir. S. WATANABE, Academic Press, p. 35-74.

convient de noter que l'ACM ne fournit pas d'information relative à l'intensité de la relation statistique.

Cette méthode sera appliquée successivement sur les trois échantillons portant respectivement sur les années 2000 à 2002. L'analyse longitudinale des échantillon ne sera pas menée en raison d'une grande variation des individus interrogés selon les années¹.

1.2.6 - Les variables retenues pour l'ACM

Les variables initiales contenues dans les enquêtes PIPA et STI, ont pour la plupart été modifiées pour constituer de nouvelles variables plus exhaustives et moins redondantes. Plusieurs variables initiales étaient effectivement dépendantes : par exemple, la variable « distribuer de la participation » est directement dépendante de la variable « avoir un accord de participation » puisqu'elle ne concerne que les entreprises possédant effectivement un accord. Le risque d'utiliser ces variables initiales est d'avoir une forte interférence statistique, nuisible à l'analyse. Il a donc été procédé à la reconstruction de nouvelles variables en essayant de maintenir le maximum d'information.

Pour l'ACM, six grands groupes de variables ont été retenus, contenant des informations sur la participation, l'intéressement, l'actionnariat des salariés, la situation de trésorerie, l'estimation des résultats d'exploitation et la taille des entreprises. Chacune de ces variables comprend plusieurs modalités.

A) Variables relatives à l'épargne salariale

Pour la participation et l'intéressement, pour lesquels la base de données fournit sensiblement les mêmes informations, les nouvelles variables comprennent les modalités suivantes : Les entreprises n'ayant pas d'accord (« PA non » et « INT non »), celles ayant un accord mais

¹ Ainsi, si on devait élaborer trois échantillons homogènes du point de vue des individus, on aboutirait à un nombre réduit à 212 entreprises...

n'ayant pas distribué de prime cette année (« Padist non » et « INTdist non ») et enfin les entreprises ayant un accord et ayant distribué des primes. Pour enrichir l'information, cette dernière catégorie comprend en fait quatre modalités qui correspondent à la répartition en quartile des entreprises selon l'importance de la prime distribuée par rapport à la masse salariale brute (soit dans l'ordre croissant les modalités « NPA1 », « NPA2 », « NPA3 », « NPA4 » et « NINT1 », « NINT2 », « NINT3 », « NINT4 »). Le choix de ce ratio (prime/masse salariale) découle de notre problématique, puisque plus ce ratio sera important, plus sera importante la substitution de la prime d'intéressement ou de participation par rapport aux augmentations salariales, et plus l'économie de trésorerie sera importante.

Concernant l'actionnariat salarié, l'information fournie par les enquêtes n'est pas détaillée quant aux montants financiers en jeu. Qui plus est, le service enquêteur – la DARES – a lui même émis des réserves sur la fiabilité de ces informations. A ce stade, la variable indicatrice d'actionnariat salarié sera la réponse binaire (oui ou non) à la question « des salariés de votre entreprise ou de votre groupe figurent-ils parmi vos actionnaires¹ ? », croisée avec la variable de placement de la Réserve Spéciale de Participation « attribution directe d'action ». L'ambiguïté de la question posée, implique une grande prudence dans l'interprétation des résultats concernant cette variable.

Il convient de signaler, que la variable relative au PEE n'a pas été retenue. En effet, un PEE n'est qu'un livret d'épargne au sein de l'entreprise, qui permet à l'employeur comme au salarié, de bénéficier d'incitations fiscales et financières. Si les sommes relatives à l'épargne salariale peuvent transiter par un PEE, celui-ci ne constitue pas une modalité d'investissement, et à ce titre, n'a que peu d'intérêt pour notre analyse. Ajoutons, que celui-ci étant très souvent associé à un accord de participation ou d'intéressement, le risque d'interdépendance avec ces variables INT et PA était très important.

¹ Y compris via des plans d'option sur action.

B) Variables relatives à la situation de trésorerie

En ce qui concerne la variable indicatrice de la situation de trésorerie¹, elle comprend cinq modalités issues de la fusion des modalités des variables semestrielles. On possède ainsi une variable indicatrice sur les entreprises qui déclarent tout au long de l'année :

- une situation de trésorerie aisée (« TRESO ++ »)
- une situation de trésorerie normale pour un semestre et aisée pour l'autre (« TRESO + »)
- une situation de trésorerie normale (« TRESO = »)
- des difficultés épisodiques de trésorerie (« TRESO -»), soit les entreprises qui affirment connaître au cours d'un seul des deux semestres des difficultés de trésorerie tandis qu'elles connaissent à l'autre semestre une situation « normale » ou « aisée »
- une situation de trésorerie difficile tout au long de l'année (« TRESO --»)

Une alternative à cette présentation aurait été de réduire le nombre de modalités en regroupant en une seule variable à deux modalités les entreprises ne connaissant pas de difficulté de trésorerie (TRESO++, TRESO+ et TRESO =) et celles connaissant des difficultés de trésorerie (TRESO- et TRESO--). Du fait du risque de perte d'information lié à cette « dichotomie », la variable plus détaillée a été conservée pour l'ACM.

C) Variables relatives aux résultats d'exploitation et à la taille des entreprises

En ce qui concerne la variable relative aux résultats d'exploitation, elle est construite à partir des estimations semestrielles que les entreprises font de leurs résultats d'exploitation dans l'enquête STI. Comme pour la situation de trésorerie, la variable reconstruite est une synthèse annuelle des modalités semestrielles. Ainsi la variable retenue pour l'estimation des résultats d'exploitation comprend les modalités suivantes :

- RE++ : les entreprises qui déclarent des résultats d'exploitation satisfaisants tout au long de l'année

¹ Le questionnaire de l'enquête STI la définit ainsi : « on caractérise la situation de trésorerie par le rapport entre les disponibilités et les créances financières réalisables à court terme (hors comptes-clients) d'une part, et les dettes financières exigibles à court terme (hors comptes fournisseurs) d'autre part » (INSEE (2004), « enquête sur la situation de trésorerie dans l'industrie », Direction des études et synthèses économiques, juin.

- RE+ : les entreprises qui déclarent des Résultats d'exploitation satisfaisants et moyens
- RE= : les entreprises déclarant des résultats d'exploitation moyens tout au long de l'année
- RE- : les entreprises qui déclarent des résultats d'exploitation un semestre « moyens » et l'autre « faibles »
- RE -- : les entreprises déclarant des résultats d'exploitation faibles tout au long de l'année.
- RE+/- : cette dernière modalité, comprend les entreprises qui connaissent des variations de grande amplitude dans leur estimation de leur résultats d'exploitation, c'est à dire passer d'un semestre à l'autre de RE « faible » à des RE « satisfaisants ».

Enfin la dernière variable concerne la taille des entreprises en fonction des effectifs salariés¹. Les modalités de cette variable sont une reprise de la classification couramment utilisée par la statistique nationale² : moins de 50 salariés, de 50 à 99 salariés, de 100 à 249 salariés, de 250 à 499 salariés, de 500 à 999 salariés et les entreprises de plus de 1000 salariés.

1.2.7 - Procédures et résultats de l'ACM

Les analyses par correspondances multiples ont été menées sur deux logiciels statistiques, SPSS (procédure HOMALS) et SYSTAT (procédure *correspondence analysis*). Ceci permet d'obtenir l'information statistique la plus exhaustive possible puisque les logiciels, s'ils utilisent la même méthode statistique, ne fournissent pas exactement les mêmes informations. En particulier, le logiciel SPSS ne fournit pas la contribution des différentes variables à la construction des axes factoriels qui sont pourtant fondamentales pour interpréter les résultats. Par ailleurs, la représentation graphique des résultats diffère légèrement pour les deux logiciels, et permet ainsi de présenter les mêmes résultats sous deux formes différentes. L'ensemble des résultats des deux analyses sont regroupés en annexe (cf. annexe).

¹ A partir de la variable EFFTOT de l'enquête PIPA, c'est à dire l'effectif présent en fin d'année (y compris CDD et temps partiel, mais hors intérimaires).

² La catégorie de 1 à 9 salariés, n'est pas reprise, compte tenu de la faible représentation de cette catégorie dans l'échantillon.

A) Contributions des variables aux axes factoriels

La première étape pour interpréter les résultats de l'analyse des correspondances consiste à regarder les pourcentages d'inertie (ou pourcentage de variance expliquée) afin d'avoir une évaluation globale de la qualité de la représentation. Cependant, dans le cadre d'une analyse des correspondances multiples, ce résultat doit être interprété avec prudence, les pourcentages d'inertie, souvent faibles, constituant un indicateur pessimiste de l'intérêt des informations fournies. En effet, « *l'inertie totale dépend uniquement du nombre de variables et de modalités et non des liaisons entre les variables*¹ ». Dans le cadre de l'ACM, le pourcentage d'inertie n'a donc pas de signification statistique stricte².

En fait, comme nous l'avons déjà mentionné, l'indicateur statistique le plus important pour l'ACM, est le taux de contribution relatif des modalités à la construction des axes factoriels. Il permet d'interpréter le positionnement des différentes modalités de variables par rapport aux axes factoriels (horizontaux et verticaux). En effet, dans le cadre d'une ACM, on ne doit pas simplement tenir compte de la contribution des différentes modalités de chaque variable, mais aussi de la contribution globale de chaque variable (qui s'obtient en additionnant les contributions de chaque modalité).

¹ LEBART L. *et Alii* (2004), p. 120.

² Pour plus de détail voir : CASIN P., *analyse des données et des panels de données*, DE BOECK, 1999, p. 130 et, LEBART L. *et Alii*, *op.cit.*, p. 368.

Tableau III-4 : Contributions des variables aux axes factoriels (année 2000¹)

VARIABLE CONTRIBUTIONS TO FACTORS			
Name	Factor 1	Factor 2	
<49	0.014	0.255	
50<99		0.014	0.007
100<249		0.007	0.000
250<499		0.001	0.018
500<999		0.025	0.000
>1000	0.027	0.029	
TOTAL TAILLE		0.088	0.309
RE++		0.096	0.000
RE+	0.023	0.004	
RE=		0.000	0.005
RE-		0.040	0.009
RE--		0.100	0.023
RE +/-		0.011	0.011
TOTAL RE	0.270	0.052	
TRESO++		0.032	0.003
TRESO +		0.036	0.000
TRESO =		0.011	0.000
TRESO -		0.049	0.000
TRESO --		0.070	0.001
TOTAL TRESO	0.198	0.004	
PA non		0.024	0.278
PAdist non		0.0920.100	
NPA1		0.001	0.011
NPA2		0.015	0.000
NPA3		0.048	0.000
NPA4		0.073	0.000
TOTAL PA	0.253	0.389	
INT non		0.023	0.084
INTdist non		0.046	0.116
NINT1	0.003	0.026	
NINT2		0.013	0.015
NINT3		0.028	0.000
NINT4		0.077	0.001
TOTAL INT	0.190	0.242	
AS OUI	0.000	0.001	
AS NON		0.000	0.000
TOTAL AS	0.000	0.001	
Les contributions totales des variables ont été calculées et ajoutées par nos soins			

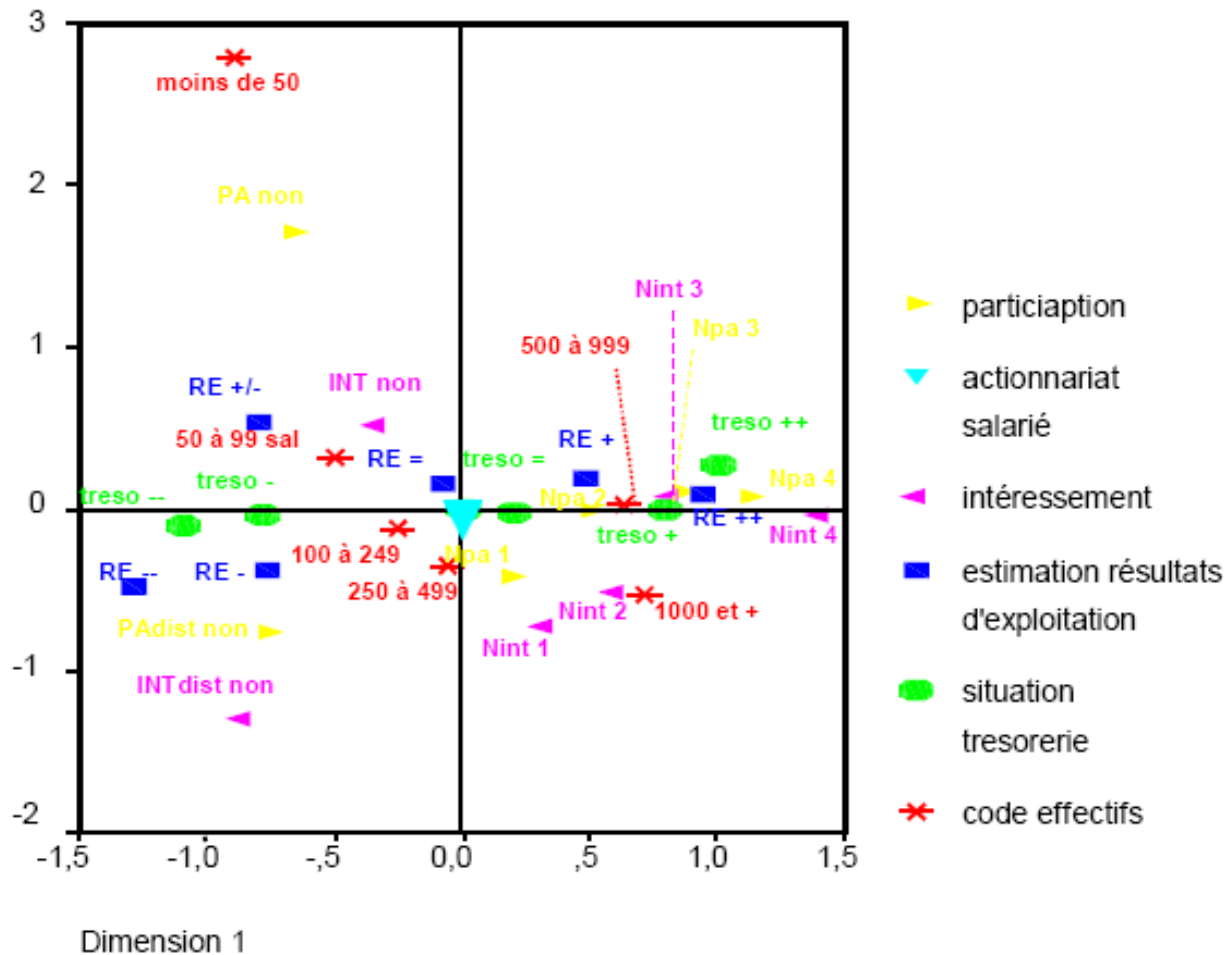
¹ Nous reproduisons l'intégralité de ces données et résultats en annexe, et ce pour les 3 périodes étudiées, à savoir les années 2000, 2001, 2002. Comme le constatera le lecteur, il se trouve que pour chaque année nous obtenons des résultats très proches. C'est pourquoi pour ne pas alourdir la présentation nous avons pris la liberté de ne reproduire dans le corps du texte les résultats d'une année, les conclusions étant généralisables aux autres années.

L'analyse des contributions de chaque variable, permet de constater que le premier axe (dimension 1, axe vertical sur le graphique) est principalement défini par les variables relatives aux résultats d'exploitation, à la situation de trésorerie, ainsi qu'à la participation et l'intéressement. Le second axe factoriel, est lui aussi principalement défini à nouveau par les variables d'intéressement et de participation, auxquelles s'ajoute la taille de l'entreprise. Par ailleurs, on peut remarquer l'absence quasi-totale de contribution de la variable relative à l'actionnariat salarié.

B) Lecture des résultats graphiques

Une fois repérées les variables contribuant aux axes factoriels, nous analysons ensuite les modalités de ces variables qui contribuent le plus à ces axes (surlignées par nos soins dans le tableau 4, cf. supra). Ainsi, à partir du graphique ci dessous, nous pouvons interpréter les relations existantes entre les modalités des différentes variables.

Graphique III-1 : Résultats ACM pour l'année 2000 (SPSS)



Sur le premier axe (lecture horizontale), nous remarquons que les modalités TRESO--, RE--, INTdist non et PAdist non, se situent à droite de cet axe et « s'opposent » à RE ++, NINT4 et NPA4, situées à gauche de l'axe. En d'autres termes, nous constatons que les entreprises qui présentent une situation de trésorerie « difficile », connaissent aussi de mauvais résultats d'exploitation et qu'elles ne procèdent pas à la distribution de primes de participation ou d'intéressement lorsqu'elles possèdent de tels accords. On remarque, par ailleurs, que parmi ces entreprises, se trouvent aussi celles qui ne possèdent pas d'accord d'intéressement ou de participation. A l'opposé, les entreprises, qui possèdent des accords et surtout distribuent des primes de participation et d'intéressement, présentent des résultats d'exploitation satisfaisants et une situation de trésorerie plutôt aisée.

L'analyse du second axe (lecture verticale), nous apprend qu'il existe une association statistique entre la pratique de l'intéressement ou de la participation et la taille de l'entreprise. Ainsi, les petites entreprises, en particuliers celles de moins de 50 salariés, sont fortement associées avec l'absence d'accord de participation et d'intéressement. En revanche, elles « s'opposent » à la variable « INTdist non », ce qui tendrait à supposer que lorsqu'elles possèdent en revanche un accord d'intéressement, elles distribuent plus souvent des primes que les autres entreprises.

Dans tous les cas, la variable actionnariat salarié se confond avec l'origine des axes factoriels (intersection), indiquant ainsi qu'elle ne joue aucun rôle dans la distribution des variables. L'existence d'un actionnariat salarié n'est donc absolument pas associé à une quelconque situation de trésorerie.

Comme le lecteur pourra le vérifier en consultant les annexes, ces résultats, qui concernent l'année 2000, sont également valides pour les échantillons des années 2001 et 2002, pourtant composés en partie d'entreprises différentes (cf. annexe).

1.2.8 - Une association statistique entre situation de trésorerie et la distribution d'intéressement et/ou de participation

Les interprétations de cette première analyse confirment tout d'abord certains faits largement admis, comme la relation entre l'existence d'un accord d'intéressement ou de participation et la taille de l'entreprise. En effet, les enquêtes de l'INSEE et de la DARES montrent clairement que ce sont les salariés des grandes entreprises qui sont massivement concernés par ces dispositifs¹. Ceci est évident pour la participation – puisqu'elle est obligatoire au delà de 50 salariés - mais aussi pour l'intéressement, dont le développement auprès des salariés des PME est un souci constant des pouvoirs publics. Concernant notre hypothèse de départ, l'analyse factorielle indique qu'il existe une association statistique entre la situation de trésorerie et la distribution de primes

¹Même si les informations récentes montrent une nette progression des dispositifs parmi les PME, notamment grâce aux effets de la Loi Fabius de 2001, qui a permis de développer les Plan d'épargne inter-entreprises (PEI). Voir, CELLIER R. et ESTRADA M. A. (2004), « participation, intéressement, plans d'épargne : plus d'un salarié sur deux est concerné fin 2002 », *Premières informations premières synthèses*, n° 38.1, septembre 2004.

de participation et/ou d'intéressement. Ce résultat doit cependant être mis en perspective, à la fois avec la situation conjoncturelle du secteur industriel à l'époque des enquêtes servant de base à notre analyse, mais aussi avec les difficultés d'interprétation de cette association en terme de causalité.

A) Un impact équivoque de l'intéressement et de la participation

En ce qui concerne les relations entre participation et intéressement d'une part et la situation de trésorerie d'autre part, nous constatons une association entre la distribution de primes élevées et la situation de trésorerie, mais aussi les résultats d'exploitation. Ce résultat pourrait paraître trivial puisque ce sont les entreprises qui réalisent effectivement des bénéfices – liés en grande partie aux résultats d'exploitation – qui peuvent effectivement distribuer des primes à leurs salariés¹. Mais, il faut considérer que les entreprises qui présentent des résultats positifs sont aussi celles qui peuvent privilégier une redistribution d'une partie de ces résultats aux salariés sous forme de prime d'intéressement ou de participation plutôt que d'augmentations salariales.

En fait, nous pouvons considérer que l'association déterminante est celle entre les résultats d'exploitation et la situation de trésorerie : l'amélioration des résultats d'exploitation, doit se traduire par un accroissement du flux de liquidités vers l'entreprise et donc par des excédents de trésorerie. Il n'y a cependant pas de relation univoque entre ces deux variables. En effet, le BFR influe aussi directement sur le niveau des résultats d'exploitation, puisque les décalages de trésorerie peuvent obliger l'entreprise à ponctionner ses résultats (au niveau de l'EBE) pour les financer². La maîtrise, voir la réduction du BFR, à laquelle contribuent la participation et l'intéressement – par rapport aux augmentations salariales classiques – permettent aussi de garantir voire d'accroître le résultats d'exploitation. De ce point de vue, la participation et l'intéressement, peuvent donc avoir un effet positif sur le BFR de l'entreprise, effet qui se reportera aussi favorablement sur les résultats d'exploitation.

¹ Par ailleurs, la formule de calcul de la participation fait explicitement référence aux résultats de l'entreprise en se basant sur le bénéfice net fiscal, et dans la plupart des cas les accords d'intéressement sont en totalité ou en partie basée sur une mesure des résultats de l'entreprise.

² Voir le détail de ce mécanisme voir la section 2 du Chapitre II de ce présent travail.

Surtout, nous pouvons aussi soutenir que l'association entre l'importance des primes de partage des profits par rapport à la masse salariale (NPA4 et NINT4) et une situation de trésorerie aisée (TRESO++) suppose que ce sont les entreprises qui cherchent à générer d'importants flux de trésorerie qui privilégient les primes d'intéressement ou de participation précisément pour cet effet positif sur la trésorerie. De même, les entreprises qui possèdent un accord de participation ou d'intéressement mais ne distribuent pas de primes (« PAdist non » et « INTdist non »), connaissent plus souvent que les autres d'importants problèmes de trésorerie, ce qui peut être interprété comme une stratégie de ces entreprises qui, face à des problèmes de trésorerie, cherchent via la conclusion d'accords d'épargne salariale à limiter l'accroissement de leurs décaissements liés aux charges de personnel. Ceci, est d'autant plus troublant, qu'il ne semble pas y avoir de lien particulier entre la situation de trésorerie et le fait de ne pas avoir un accord de participation (PA non) – qui est pourtant obligatoire pour la plupart des entreprises – tandis que la présence l'absence d'accord d'intéressement semble d'avantage impliquer une situation de trésorerie dégradée.

Ceci est à rapprocher des résultats trouvés par Nathalie GREENAN¹ à la fin des années quatre-vingts, selon lesquels, les entreprises qui versaient le plus souvent des primes de participation à leurs salariés présentait un rapport « actif circulant²/ total des actifs » faible ou très faible. Inversement, les entreprises dont l'actif circulant était très élevé par rapport au total du bilan avaient moins de probabilité que les autres de distribuer des primes de participation. Un actif circulant de faible niveau par rapport à l'actif total peut être le signe d'un effort de maîtrise des flux de l'entreprise auquel une rémunération variable et différée comme l'intéressement et la participation contribueraient.

S'il est évident que la situation de trésorerie est généralement étroitement liée au chiffre d'affaires (le reflux des liquidités vers l'entreprise) et donc aux résultats d'exploitation, il existe une association statistique sur les échantillons étudiés entre l'intéressement et la participation et la situation de trésorerie de l'entreprise. Le sens de cette relation est évidemment sujet à discussion. Cependant, eu égard aux propriétés comptables et fiscales de l'intéressement et de la

¹ GREENAN N. (1992), « Quelles sont les entreprises qui associent les salariés aux résultats ? », *Economie et Statistique*, n° 257, p. 30.

² Stocks, créances et disponibilités

participation, il semble vraisemblable que ces formes de rémunération influent sur la situation de trésorerie. L'absence de données plus précises sur les soldes de trésorerie (et notamment sur les soldes intermédiaires) constitue évidemment une importante lacune pour l'analyse, notamment parce qu'elle ne nous permettent pas d'étudier plus précisément dans quelle mesure la situation de trésorerie peut éventuellement être influencée par la distribution de primes de participation ou d'intéressement. De même, le manque d'information sur la politique salariale globale de ces entreprises (% d'augmentation générales...) contribue encore à rendre mal aisée une lecture univoque de ces résultats. Il convient en effet de considérer que le gain en terme de trésorerie ne constitue pas le seul avantage de l'épargne salariale pour les entreprises. Il est évident que les exonérations fiscales et sociales massives dont bénéficient ces dispositifs constituent certainement le principal attrait pour l'entreprise.

B) Des résultats à replacer dans le contexte conjoncturel

Il faut par ailleurs restituer ces résultats dans la situation conjoncturelle des entreprises industrielles lors de la période étudiée (2000-2002). Si l'année 2000 était encore synonyme de croissance des résultats d'exploitation, en revanche les années 2001 et 2002 ont vu ce poste se dégrader compte tenu du ralentissement de la croissance française. Malgré cette baisse des résultats d'exploitation, les entreprises industrielles (ici, hors IAA et énergie) ont connu globalement une amélioration de leur trésorerie (cf. tableau 5).

Tableau III-5 : Evolution de la part du BFR dans le total des emplois des entreprises industrielles (en %)

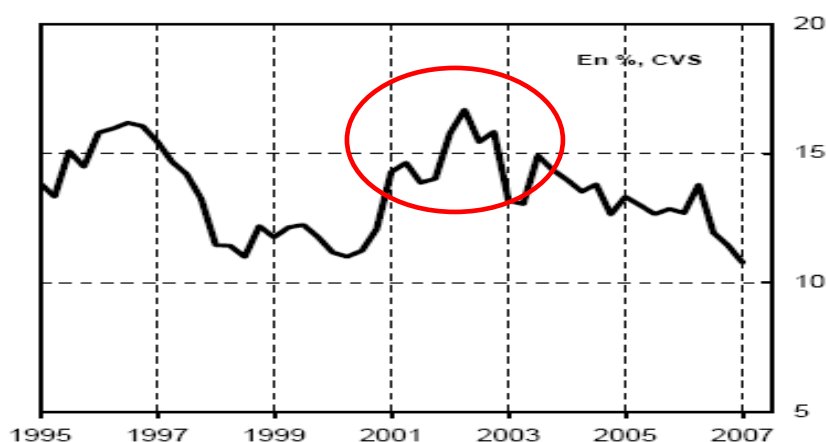
	1999	2000	2001	2002	var 1999/2002
Ensemble des entreprises					
BFRE /total des emplois	16	16,3	14,2	13,4	- 16,5
BFRHE /total des emplois	-1	-1,1	-1,1	-1	
trésorerie actif / total emplois	9,7	10,6	12,6	12,2	
<i>BFR / total emplois</i>	15	15,2	13,1	12,4	- 21 %
PME (moins de 500 salariés)					
BFRE /total des emplois	25,2	25,5	24,8	23,5	
BFRHE /total des emplois	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	
trésorerie actif / total emplois	10,6	10,6	10,9	11,2	
<i>BFR / total emplois</i>	24,5	24,8	24,1	22,9	- 7,2 %
Grandes entreprises (+ 500 salariés)					
BFRE /total des emplois	10,9	11,4	8,7	8,1	-25,7 %
BFRHE /total des emplois	-1,1	-1,2	-1,3	-1,2	
trésorerie actif / total emplois	9,2	10,6	13,5	12,7	
<i>BFR / total emplois</i>	9,8	10,2	7,4	6,9	- 42 %

Source : Banque de France - observatoire des entreprises

Durant la période 1999/2002, les entreprises industrielles ont connu globalement une amélioration de leur situation de trésorerie essentiellement due à la réduction du BFR. Ainsi, la part du BFR dans le total des emplois a globalement baissé de 20 % sur la période. Cette baisse du BFR concerne aussi bien les PME que les grandes entreprises industrielles même si elle est particulièrement forte pour ces dernières. Celle-ci est due aussi bien à la réduction du BFRE mais aussi à un BFRHE négatif qui constitue donc une ressource pour l'entreprise. Si la part de la trésorerie dans le total des emplois est relativement identique pour les PME et les grandes entreprises, mais nous constatons que la part du BFRE est pratiquement trois fois plus importante dans les PME.

Néanmoins, il convient de noter que la réduction du BFRE est en partie due à un tassement puis une diminution de l'activité à partir de l'année 2001¹. Cette conjoncture défavorable s'est traduite par une diminution du chiffre d'affaires, du taux de marge et de la profitabilité des entreprises industrielles (hors IAA et Energie)². Cependant, parallèlement à cette amélioration globale de trésorerie des entreprises industrielles, les enquêtes de conjoncture de l'INSEE pour la période 2000-2002 (graphique 3, ci-dessous) montrent un accroissement du nombre d'entreprises industrielles connaissant des difficultés de trésorerie, à un niveau le plus élevé au cours de ces dix dernières années.

Graphique III-2 : Part des entreprises industrielles rencontrant des difficultés de trésorerie



Source : Insee (2007)

En fait, derrière l'amélioration générale de la situation de trésorerie des entreprises, il semble y avoir un accroissement des difficultés financières pour une partie d'entre-elles, le nombre de défaillances ayant augmenté sur la période 2001-2002³.

En replaçant ainsi les résultats de notre ACM dans ce contexte particulier, nous avançons que le fait de privilégier l'épargne salariale permet aux entreprises de mieux résister financièrement aux

¹Commission permanente de concertation pour l'industrie (CPCI), *l'industrie française en 2002/2003*, Rapport Ministère de l'industrie, p. 51. La baisse du BFRHe étant en partie due à la baisse de l'endettement et des charges d'intérêt sur cette période.

²ibid, p. 22-23

³Commission permanente de concertation pour l'industrie (CPCI), op.cit. p. 57.

difficultés conjoncturelles, le caractère variable et différé des primes d'intéressement et de participation permettant une flexibilité financière.

Ces résultats nous conduisent ainsi à considérer que le caractère différé des primes d'intéressement et de participation est un facteur d'amélioration de la situation de trésorerie de l'entreprise. Bien entendu, de nouvelles analyses statistiques devront être menées ultérieurement à partir de données plus précises (à partir d'une centrale de bilan par exemple) et sur un échantillon plus large afin de tester la robustesse et l'importance de l'impact des primes d'épargne salariale sur la trésorerie des entreprises. Cependant, **les résultats ne permettent pas de rejeter** l'existence d'un lien entre la situation financière de la firme et l'économie de trésorerie entraînée par le versement différée de primes d'épargne salariale.

Dans le cadre plus large de notre problématique, cela signifie que l'épargne salariale peut être mise en place par l'entreprise dans une perspective strictement financière pour faire face à des difficultés conjoncturelles, mais aussi pour optimiser la gestion de trésorerie notamment dans le cadre d'une stratégie de maximisation de la valeur créée pour l'actionnaire. Lorsque l'intéressement et la participation se traduisent par un actionnariat salarié, celui-ci semble aussi soumis au principe de création de valeur actionnariale.

1.2.9 - ...mais pas de l'actionnariat salarié.

En ce qui concerne notre problématique, l'autre résultat important est l'absence totale de rôle que semble jouer l'actionnariat salarié vis à vis de la situation de trésorerie de l'entreprise. En effet, pour les différents échantillons, l'actionnariat salarié n'est associé à aucune situation de trésorerie particulière. Dans le cadre de notre hypothèse concernant le fond de roulement, cela signifie que les entreprises n'utilisent pas l'actionnariat salarié pour financer leurs besoins en fond de roulement. Il convient cependant, de prendre quelques précautions en ce qui concerne cette interprétation : en premier lieu, l'absence d'association entre l'actionnariat salarié la trésorerie peut provenir de la faiblesse des sommes concernées, puisque la plupart des entreprises peinent à atteindre le seuil de 3 % du capital social. Au sein même du CAC 40 ce niveau n'atteint pas les

5%. Lorsque les montants sont très faibles il est peu probable qu'ils aient une influence sur la situation financière de l'entreprise. Ensuite, ceci peut traduire le fait que les entreprises octroient des actions à leurs salariés plutôt par des rachats d'actions (qui n'ont pas d'effet sur le fond de roulement) que par des augmentations de capital. L'enquête PIPA ne fournissant pas ces informations, il nous est impossible de répondre à cette question ici¹. En effet, la grande faiblesse de la variable « actionnariat salarié » telle que fournie par l'enquête ACEMO-PIPA réside dans le fait qu'elle indique simplement la présence de salariés parmi les actionnaires de la société. Ainsi, nous ne nous disposons pas d'information sur la nature du plan d'actionnariat (augmentation de capital ou rachat d'action), ni sur les montants concernés ou la date de ces opérations.

En acceptant avec toutes les précautions nécessaires les résultats de l'analyse statistique, il semble nécessaire d'étudier plus précisément les politiques des entreprises en matière d'épargne salariale et leurs effets sur les fonds propres.

Section 2 - Le financement de l'entreprise par l'actionnariat salarié, freiné par la valeur actionnariale.

Dans un contexte où les fonds propres représentent a priori le mode de financement privilégié par les entreprises et où, les augmentations de capital réservées aux salariés représentent une part importante des émissions de titres de capital des entreprises cotées en France, il est tentant de considérer que l'épargne salariale constitue une source de financement pour les entreprises. Cependant, l'effet sur les fonds propres est en fait largement atténué voire dépassé par les rachats et annulations d'actions, sans parler des dividendes versés. Au final, l'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié ne parvient pas à inverser la priorité donnée à la gestion restrictive des fonds propres exigée par la valeur actionnariale.

¹ Dans la section suivante du présent chapitre, nous avançons cependant un certain nombre d'éléments macroéconomiques tendant à confirmer l'importance de cette question. Nous le verrons, malgré le développement de l'actionnariat salarié via des augmentations de capital celles-ci représentent des montants beaucoup trop faibles pour compenser la tendance à la gestion restrictive des capitaux propres notamment via les rachats d'actions.

Sous-section 2.1 - L'actionnariat salarié ne contribue pas au financement des entreprises

Comprendre l'impact de l'épargne salariale sur la situation financière de l'entreprise exige de connaître dans quelle mesure et sous quelle forme cette rémunération est investie dans les fonds propres de la société. En effet, il ne suffit pas que la majorité des fonds d'épargne salariale soient investis en titre de l'entreprise pour que l'on puisse envisager qu'il y a un renforcement des fonds propres. Il faut que les entreprises attribuent des actions sous forme d'augmentation de capital réservées aux salariés et non pas via des rachats de titres existants. Par ailleurs, et plus largement, tout éventuel accroissement des ressources de l'entreprise via ces augmentations de capital doit être rapporté aux opérations de réduction des capitaux propres et au transferts de richesse vers les actionnaires.

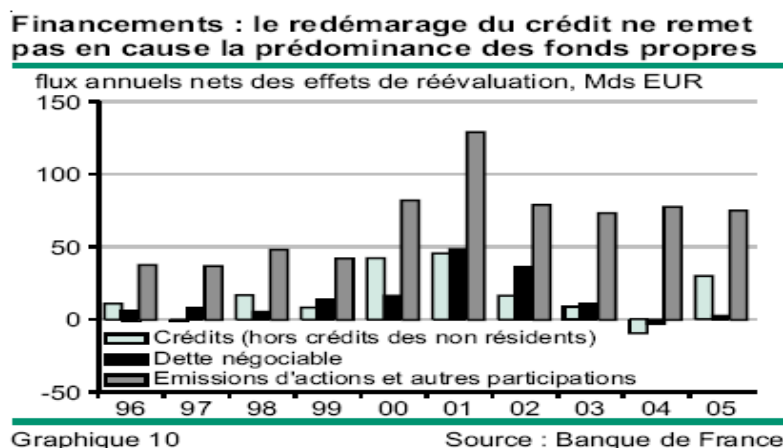
2.1.1 - La prédominance apparente du financement par émission d'actions

Au début des années deux mille, la place des marchés financiers dans les principales économies capitalistes, et en particuliers des marchés d'actions, est prépondérante. Alors que les entreprises privilégiaient autrefois le financement par endettement¹, à partir des années quatre-vingt les entreprises françaises ont vu leurs fonds propres augmenter : ainsi, la part des fonds propres rapportée au total du bilan est passée de 26 % en 1987 à 37 % en 1995. De même en terme de médiane, la part des fonds propres des entreprises françaises est passée de 25 % à 32 % du bilan sur la même période².

¹ Une des caractéristiques du régime de croissance fordiste étant une politique monétaire favorisant des taux d'intérêts faibles, qui couplés à l'inflation, rendaient très favorable la position des emprunteurs. Le changement de politique monétaire intervenu à partir de 1979 a entraîné une appréciation des taux d'intérêts qui a rendu plus favorable aux prêteurs (Sur ce point voir DUMENIL G. LEVY D. (2003), « Le coup de 1979 - le choc de 2000 », *EconomiX*, PSE, working paper, 13 p.

² FRIDERICH S. H., PARANQUE B. et SAUVE A. (1999), « structure de financement en France et en Allemagne : influence des facteurs institutionnels », in SAUVE A. et SCHEUER M. (dir.), *Mode de financement des entreprises françaises et allemandes*, projet de recherche commun à la Deutsche Bundesbank et à la Banque de France, p. 50

Graphique III-3 : Evolution du financement des entreprises françaises.



Source : Conjoncture BNP Paribas, d'après Banque de France, Septembre 2006

Comme le montre le graphique 3, depuis le tout début des années 2000, la structure de financement des entreprises reste dominée par les émissions d'actions et autres participations, l'endettement ayant connu un regain au début des années deux mille. Selon Dominique PLIHON¹, ce mouvement traduit le passage d'un régime d'endettement à un régime de fonds propres, où les entreprises se financent principalement sur leurs fonds propres (autofinancement et émission d'actions) et ont de moins en moins recours à l'endettement bancaire. Cependant, comme le souligne l'auteur, « cette accumulation de fonds propres par les entreprises est fondée sur un partage de la valeur ajoutée favorable aux profits. C'est par leurs profits que les entreprises dégagent leur épargne (principale source de fonds propres) et rémunèrent leurs actionnaires (deuxième source de fonds propres)² ».

Comme nous l'avons souligné précédemment, l'épargne salariale s'inscrit parfaitement dans ce régime de « fonds propres » : le versement des primes de participation ou d'intéressement est en effet conditionné par la réalisation d'un certain niveau de profit, tandis que le développement des

¹ PLIHON D. (1999), « l'économie de fonds propres : un nouveau régime d'accumulation financière », in Appel des économistes pour sortir de la pensée unique (coll.), *Les pièges de la finance mondiale*, Syros-alternatives économiques, pp. 17-37.

² Ibid., p. 20.

dispositifs d'épargne en entreprises permet de drainer une grande partie de ces rémunérations soit vers le capital des entreprises, soit vers les marchés financiers.

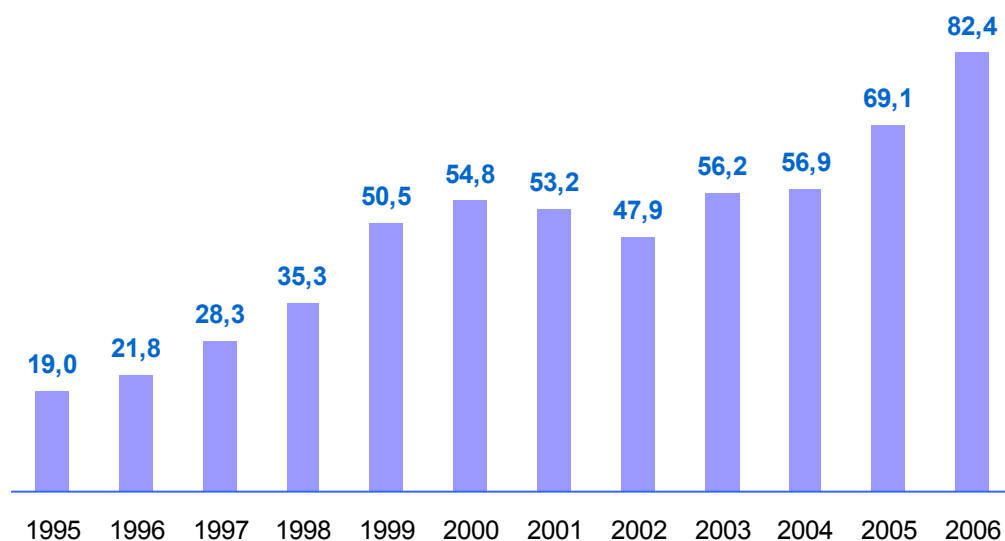
L'épargne salariale ayant vocation à être investie en titre de l'entreprise, quelle est donc sa contribution au financement des entreprises ?

2.1.2 - L'épargne salariale est majoritairement investie dans les titres de l'entreprise.

La contribution de l'épargne salariale aux fonds propres des entreprises peut se mesurer par les encours détenus sur les dispositifs de placement en entreprise comme les CCB ou les FCPE. Selon l'AFG¹, se sont ainsi plus de 12,9 Milliards d'euros qui ont alimentés l'épargne salariale en 2006, dont 5,8 milliards au titre de la participation, 2,5 milliards au titre de l'intéressement, 2,9 milliard au titre des versements volontaires des salariés et 1,7 milliards au titre de l'abondement des entreprises. Cependant, le montant des encours débloqués s'élevait pour la même année à 10,5 milliards d'euros. La collecte nette des sommes d'épargne salariale s'est ainsi élevée à 2,4 milliards d'euros en 2006. Au total, les OPCVM d'épargne salariale (FCPE + SICAVAS) géraient 82,4 milliards d'euros d'encours à la fin de l'année 2006 (cf. graphique 4 ci-dessous).

¹ AFG, communiqué de presse du 15 mars 2005, p.2.

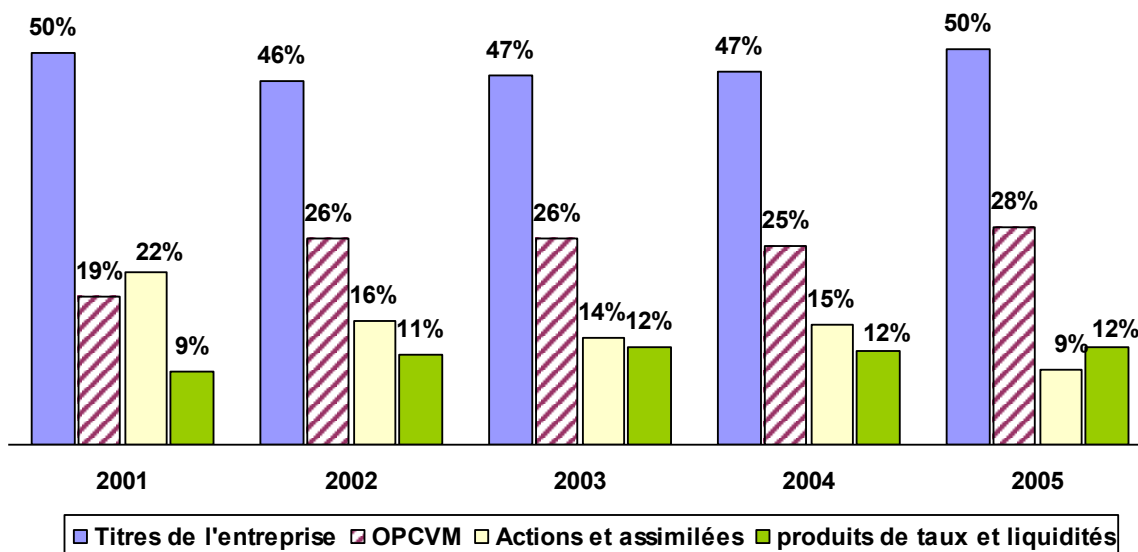
Graphique III-4: Encours des OPCVM d'épargne salariale (en milliards d'€)



Source : AFG, Avril 2007

L'ensemble de ces encours sont majoritairement investis en titres de l'entreprise (cf. Graphique 4 ci-dessous) via des SICAV ou des FCPE d'actionnariat salarié. Le reste des encours est investis dans des FCPE diversifiés eux même souvent investis en actions.

Graphique III-5 : répartition des encours des FCPE



Sources : rapports annuels AMF

Cependant, il convient d'être prudent quant au lien existant entre le montant de ces encours et le renforcement effectifs des fonds propres des entreprises. En effet, nombre des titres acquis par ces OPCVM l'ont été par rachat sur le marché et non par souscription de nouvelles actions lors d'augmentations de capital, et n'ont donc pas d'impact direct sur les fonds propres des entreprises.

2.1.3 - L'importance des augmentations de capital réservées aux salariés...

Pour saisir l'ampleur de la contribution de l'épargne salariale au financement des entreprises, il convient de s'intéresser à l'actionnariat salarié donnant lieu à une augmentation de capital. Comme nous l'avons mentionné au chapitre précédent, les entreprises ont en effet la possibilité de procéder à des augmentations de capital réservées aux salariés, assorties d'avantages fiscaux et financiers pour les salariés et l'entreprise. Comme le montre le tableau 6 (cf. infra), les augmentations de capital réservées aux salariés ont représenté plus du quart des émissions d'actions en 2001 et 2002, devançant même les augmentations de capital en numéraire pour cette

dernière année. En tenant compte des levées d'options, la part des émissions d'actions réservées aux salariés frôle les 45 % des émissions totales en 2001, et a représenté 28 % des émissions d'actions sur la période 2000/2005. Nous pouvons, dès lors, affirmer que l'actionnariat salarié, sous forme d'augmentation de capital réservée aux salariés ou d'attribution d'options de souscription d'action, a constitué un des axes forts de la politique de financement des entreprises cotées¹.

¹ Cependant, un certain nombre d'opérations de privatisation ou « ouverture de capital » d'entreprises publiques ont en partie contribué au dynamisme des opérations de capital réservées aux salariés, sans nécessairement relever d'une stratégie de financement. En effet, la loi de privatisation de 1986, impose que lors des opérations de mise sur le marché, les entreprises publiques réservent 15 % des titres à leurs salariés afin que ceux-ci puissent les acquérir via les dispositifs d'épargne salariale (PEE et OPCVM). Ces ouvertures de capital s'inscrivent généralement dans des perspectives stratégiques industrielles de regroupement ou de financement pour le développement des activités. Mais le choix de s'appuyer en partie sur les augmentations de capital réservées aux salariés relève souvent de préoccupations plus politiques. Il s'agit sur le plan social, « d'amadouer » des salariés et de syndicats souvent hostiles à la privatisation de leur entreprise. D'un point de vue plus stratégique, il s'agit aussi de maintenir une partie du capital entre des « mains amies » pour éviter la prise de contrôle de certains « champions nationaux ».

Tableau III-6 : Evolution des émissions de titres de capital des entreprises cotées en France (Euronext) – Montants en millions d’euros

	2000		2001		2002		2003		2004		2005	
	Montant	structure en %	Montant	structure en %	Montant	structure en %	Montant	structure en %	Montant	structure en %	Montant	structure en %
augmentations de capital réservées aux salariés	3 681	17,20%	2 456	27,27%	3 833	25,50%	1 735	7,60%	736	6,95%	2 050	14,57%
levées d'options	3 532	16,51%	1 306	16,51%	921	6,13%	930	4,07%	1 281	12,10%	1 986	14,11%
sous total émissions réservées salariés	7 214	33,71%	3 763	43,78%	4 754	31,63%	2 665	11,67%	2 017	19,05%	4 037	28,68%
Augmentation de capital en numéraire	11 583	54,13%	2 873	31,90%	3 204	21,32%	4 154	18,19%	3 928	37,09%	4 876	34,65%
autres réserves	1 516	7,09%	75	0,83%	4 134	27,51%	49	0,21%	2 850	26,91%	665	14,73%
paiement du dividende en actions	339	1,59%	316	3,51%	972	6,47%	339	1,49%	520	4,90%	802	5,70%
exercice de bons de souscription	745	3,48%	1 979	21,98%	1 965	13,07%	15 631	68,40%	1 274	12,03%	3 689	26,22%
Total émissions marchés réglementés	21 399	100%	9 007	100%	15 032	100%	22 840	100%	10 591	100%	14 071	100%

Sources : tableau élaboré à partir des Rapports annuels AMF-COB

2.1.4 - ...Remise en cause par les rachats et annulation d’actions et les dividendes versés

Les chiffres impressionnants exposés précédemment donnent à penser que l’épargne salariale et l’actionnariat salarié sont effectivement une source importante de financement pour les entreprises. Pour autant, il faut tenir compte de l’apport net des émissions de capital, une fois déduits les dividendes versées aux actionnaires (y compris salariés) et les éventuelles opérations de rachats et d’annulations d’actions.

A) Les rachats d'actions

L'exigence de création de valeur conduit plutôt les entreprises à réduire leurs fonds propres, notamment par la pratique des rachats d'actions qui permet d'augmenter mécaniquement le BPA. Ainsi comme le montre le tableau 7 ci-dessous, les entreprises cotées (sur la place d'Euronext Paris) ont consacré plus de 10 milliards d'euros au rachat de leurs titres en 2005, loin de l'année record de 2001 où les rachats atteignirent plus de 23 milliards d'euros.

Tableau III-7 : Emissions et des rachats d'actions sur Euronext Paris
– en milliards d'€

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total rachats d'actions	12,9	23,2	11	10,3	12	10	13,5
Total émissions d'actions	21,4	9	15	22,8	10,6	14	27,1
<i>Dont émissions réservées aux salariés</i>	3,5	1,3	3,8	1,7	0,7	2	2,93
Total émissions nettes des rachats d'actions	8,5	- 14,2	4	12,5	- 1,4	4	13,6

Source : tableau constitué à partir des rapports annuels de l'AMF

Le financement net des entreprises par les marchés financiers est ainsi variable d'une année sur l'autre : négatif pour les années 2001 et 2004 et positif pour les autres années de la période 2000-2005. Il est intéressant de remarquer que les volumes de liquidités utilisés par les entreprises pour racheter leurs propres actions sont très nettement supérieurs à ceux « apportés » par les augmentations de capital réservées aux salariés.

D'ailleurs, si on adopte un point de vue plus large, en déduisant des émissions nettes le montant des dividendes versés aux apporteurs en capital, la contribution des marchés financiers au financement des entreprises est très largement négative.

B) Le versement de dividendes

Ainsi, en suivant les données du tableau 9, les seules entreprises du CAC 40 ont versé 24 milliards d'euros de dividendes à leurs actionnaires en 2005, ce qui déduit des 4 milliards d'euros

d'émissions nettes (des rachats d'actions) pour l'ensemble d'Euronext Paris, nous donne un transfert de richesse de 20 milliards d'euros des entreprises vers les actionnaires¹.

Tableau III-8 : Rachats d'actions et versements de dividendes des sociétés du CAC 40

	2003	2004	2005	2006	2007
Nombre de sociétés ayant racheté des actions	27	20	19	22	29
Rachats en % de la capitalisation boursière	1,1 %	1,2 %	0,7 %	0,6%	1,4%
Rachats nets d'actions (en milliards d'€)	7,9	9	6,3	7,9	19,2
Dividendes versés (en milliard d'€)	14,1	16	24	31,1	37,8
Sommes rachat nets et dividendes (en milliards d'€)	22	25	30,3	39	57

Sources : La lettre de Vernimmen à partir données AMF et rapports annuels

Historiquement, en prenant en compte les dividendes versés et les rachats d'actions, les émissions nettes d'actions sont même négatives, ce qui était déjà le cas à la fin des années quatre-vingt² comme au début des années deux mille³. En effet, l'épargne se dirige surtout vers le marché secondaire des titres bien plus que vers les marchés d'émission⁴. En fait, comme le souligne D. PLIHON, « loin de financer les entreprises, les marchés boursiers, au contraire, les [ponctionnent] !⁵ ». Cette politique « a pour conséquence d'affaiblir la structure financière des entreprises et de réduire leurs disponibilités pour mener à bien de nouveaux investissements productifs, ce qui peut affecter leur potentiel de croissance⁶ ». Ce mouvement concerne principalement les grandes entreprises cotées, mais certaines PME peuvent aussi voir entrer à leur

1

Emissions d'actions nettes des rachats d'actions et de dividendes versés (estimation à partir dividendes versées par seul CAC 40) – en milliards d'€.

	2003	2004	2005	2006	2007
Total rachats d'actions	10,3	12	10	13,5	20
Dividendes versés (cac 40)	14,1	16	24	31,1	37,8
Total émissions d'actions	22,8	10,6	14	27,1	30,6
Total émissions nettes des rachats d'actions et des dividendes (du seul cac 40)	- 1,6	- 17,4	- 20	-17,5	-27,2

Nous n'avons pu obtenir le montant des dividendes versés par l'ensemble des entreprises cotées sur la place d'Euronext Paris, mais il va de soi que le transfert de richesse en faveur des actionnaires aurait été encore plus important.

² MOSCOVICI P. et PASTRE O. (1991), op.cit. p. 31

³ PLIHON D. (2004), « les grandes entreprises fragilisées par la finance », dans CHESNAIS F. (dir.), *la finance mondialisée*, La Découverte, p 135.

⁴ SERFATI C. (2003), « le capital financier au cœur des rapports de production contemporains », dans VERCELONE C. (dir.), *Sommes-nous sortis du capitalisme industriel ?*, éd. La Dispute, pp. 181-206.

⁵ PLIHON D. (2004), *Le nouveau capitalisme*, Coll. Repères, La Découverte, p. 71.

⁶ PLIHON D. (2004), op.cit, p 135.

capital des fonds d'investissement qui se montrent très exigeants en terme de création de valeur ne serait-ce qu'en raison de la prime de risque importante associée à de telles entreprises¹.

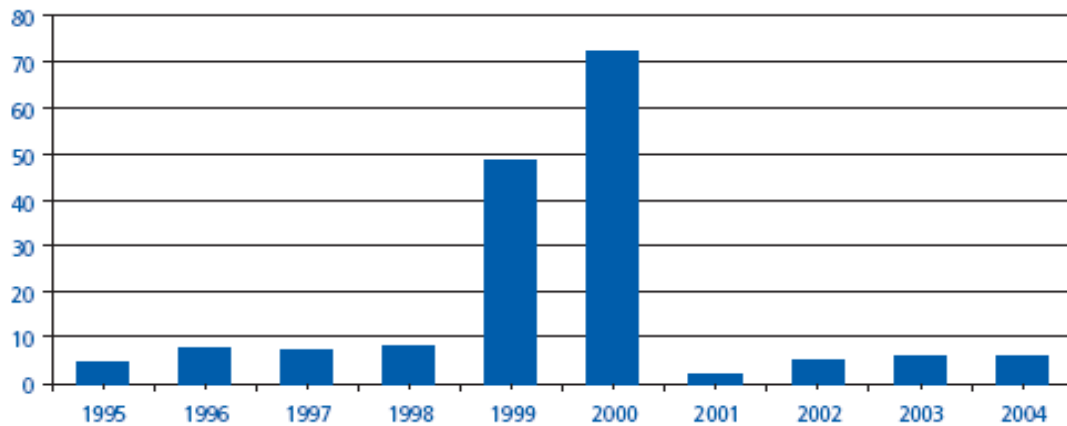
C) Les annulations d'actions

La ponction opérée par les marchés financiers sur les entreprises est encore accrue par l'annulation des titres rachetés qui permet, de réduire mécaniquement les capitaux propres. Du point de vue macro-économique, en se basant sur les comptes nationaux, si on ne tient compte que des émissions nettes des annulations d'actions (figure 2), la contribution du marché des actions au financement des entreprises non financières françaises est structurellement faible depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, à l'exception des années 1999 et 2000 (années pour lesquelles les importantes émissions étaient essentiellement liées aux opérations de fusions acquisitions transfrontalières²). Précisons que cette analyse macroéconomique n'est pas directement transposable ou comparable aux données précédentes concernant Euronext Paris : le marché français cote en effet également des sociétés non domestiques (et des sociétés financières) alors que les données de comptabilité nationale considérées ici couvrent les émissions (y compris à l'étranger) des seules entreprises non financières résidentes.

¹ En particulier du fait de l'illiquidité des titres des entreprises non cotées. D'ailleurs, lorsque des entreprises sont rachetées par un fond d'investissement à l'aide d'un LBO, les exigences de rentabilité des actionnaires peuvent être très fortes ceux-ci devant à la fois rembourser l'emprunt souscrit pour le LBO et dégager une plus value de cette opération (DUCOURTIEUX C. (2006), « Mon patron est un fonds d'investissement », *Le Monde*, jeudi 5 octobre, p. 3). En France, l'Association française des investisseurs en capital (AFIC) estime que 3 600 sociétés, représentant 6 % de l'effectif salarié du privé, étaient contrôlées par des fonds d'investissement en 2004 (DUCOURTIEUX C. (2006), « Fonds d'investissement : profits contre salaires ? », *Le Monde*, Mardi 20 novembre).

² GRILLET-AUBERT L. (2005), « le rôle des marchés primaires d'actions décline-t-il ? », *Revue mensuelle de l'autorité des marchés financiers*, n°17, p. 68.

Graphique III-6 : France - levées de capitaux nettes des annulations de titres par les sociétés non financières sur les marchés d'actions (en milliards d'euros)



Source : Banque de France (comptes financiers base 2000), d'après GRILLET-AUBERT L. (2005), « le rôle des marchés primaires d'actions décline-t-il ? », *Revue mensuelle de l'autorité des marchés financiers*, n°17, pp. 67-75.

Au niveau international, c'est aux Etats Unis que l'impact des annulations d'actions est le plus massif, puisqu'il y a une demande de financement nette constamment négative depuis le milieu des années quatre-vingt dix¹.

Dans les faits, les marchés de capitaux ne constituent pas pour l'essentiel une source de financement. La bourse est d'avantage un marché de liquidité des actions qu'une source de financement². En fait, comme le notent Antoine REBERIOUX et Michel AGLIETTA, si les entreprises « ont davantage fait appel à l'épargne publique sur les deux dernières décennies, ce n'est pas tant pour renouveler leur source de financement que pour accroître leur capacité de croissance externe et se doter d'outil de gestion des compétences (rémunérations par options) ³ ». Ainsi, Mary O'SULLIVAN⁴ montre qu'en France, la majeure partie des fonds levés sur les marchés financiers dans les années quatre-vingt-dix ont d'abord bénéficié aux grandes entreprises qui les ont surtout utilisé pour financer l'acquisition d'actifs déjà existants.

¹ GRILLET-AUBERT L. (2005), op.cit. p.67.

² PASTRE O. et MOSCOVICI P. (1990), *Epargne salariale et fonds propres*, Ministère de l'industrie et du commerce extérieur, Rapport 7038, 132 p. (p31)

³ AGLIETTA M. et REBERIOUX A. (2004), *dérives du capitalisme financier*, Odile Jacob, p 18.

⁴ O'SULLIVAN M. (2003), "Recent developments in the financing role of the stock market for french corporations", *EIFC - Technology and Finance Working Papers from United Nations University*, No 36, Institute for New Technologies, 67 p.

Finalement, malgré le développement d'une épargne salariale massivement placée en titres de l'entreprise et une pratique soutenue des augmentations de capital réservées aux salariés, l'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié n'a pas pour conséquence un accroissement des fonds propres des entreprises. En effet, l'importance des rachats et annulations de titres, et des dividendes versés aux actionnaires se traduit pas une contribution nette souvent très faible, voire négative des marchés financiers au financement de l'entreprise. Ceci est le résultat des exigences de la création de valeur actionnariale qui entraîne une gestion restrictive des fonds propres.

Sous-section 2.2 - L'actionnariat salarié est soumis à la logique actionnariale d'économie de fonds propres

Si les entreprises n'utilisent pas l'actionnariat salarié comme une source de financement, c'est parce qu'elles cherchent avant tout à créer de la valeur pour les actionnaires. Afin de ne pas diluer les droits des actionnaires, elles doivent tout privilégier un développement de l'actionnariat salarié compatible avec une gestion restrictive des fonds propres. Le cadre institutionnel récent les pousse d'ailleurs à limiter les opérations d'augmentations de capital réservées aux salariés que ce soit l'introduction des nouvelles normes comptables qui renchérissent le coût de telles opérations, ou les évolutions législatives qui tendent à favoriser les placements diversifiés ou la distribution de titres aux salariés via des rachats d'actions. Finalement, loin de contribuer au financement de l'investissement productif des entreprises, l'épargne salariale s'inscrit dans le cadre de la valeur actionnariale

2.2.1 - La valeur actionnariale privilégie la réduction des fonds propres

Les augmentations de capital réservées aux salariés ont effet immédiat négatif pour la richesse des actionnaires. En effet, ceux-ci subissent une dilution de leurs droits car la décision par l'AGE

de procéder à une augmentation de capital réservée entraîne automatiquement le renoncement des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription¹.

En fait, l'intérêt des actionnaires est plutôt de pousser les dirigeants à procéder à des rachats d'actions² qui peuvent contribuer à apprécier le cours de l'action et permettent de distribuer immédiatement des liquidités aux actionnaires vendeurs³. En effet, lorsque la société rachète ses propres actions, celles-ci ne sont plus comptabilisées dans le total des titres émis en circulation et peuvent être éventuellement annulées. Ainsi, le rachat d'actions entraîne mécaniquement une hausse du BNPA (effet relatif)⁴. Par ailleurs, en se présentant comme acheteur de ses propres titres sur le marché, la société peut contribuer au maintien ou à l'appréciation du cours de l'action. C'est pourquoi, les entreprises seraient plutôt conduites à privilégier l'actionnariat salarié via des rachats d'actions : l'entreprise rachète préalablement une partie de ses titres sur la marché pour ensuite les vendre ou les céder à ses salariés. Mais souvent, la procédure est inverse : les entreprises procèdent à une augmentation de capital réservée aux salariés et « corrigent » ensuite l'effet dilutif de l'opération par un rachat d'actions. Dans les deux cas, l'effet sur les capitaux propres de la société est finalement nul⁵.

En fait, l'actionnariat salarié peut même tout à fait s'inscrire dans la logique actionnariale de la réduction de fonds propres : ainsi, l'attribution d'actions aux salariés constitue le motif le plus

¹ « Le droit préférentiel de souscription (DPS) est un droit de l'actionnaire lui permettant de souscrire de nouvelles actions lors d'une augmentation de capital. Il permet à l'actionnaire de conserver son pourcentage du capital dans la société. Ainsi, dans le cas d'une augmentation de capital de 50 millions à 60 millions, les actionnaires obtiennent le droit de souscrire une nouvelle action pour cinq anciennes actions qu'ils possèdent. Le DPS est détachable de l'action, et peut ainsi être vendu à un nouvel investisseur souhaitant acquérir des actions » (Source : http://fr.wikipedia.org/wiki/Droit_pr%C3%A9f%C3%A9rentiel_de_souscription).

² Pour une revue sur ce thème voir HERBIN F. (2006), « les rachats d'actions, une revue de la littérature », *Congrès international de l'association française de finance*, 26-27 juin, Poitiers, 57 p.

³ Le rachat d'action est assez similaire à un versement de dividende puisqu'il se traduit par une distribution de liquidité aux actionnaires. Cependant, le dividende n'a pas d'effet relatif sur le BPA. A ceci s'ajoute le fait, que du point de vue de l'actionnaire, le dividende est « subi » puisqu'il s'applique à tous, tandis que le rachat d'action est choisi par les seuls actionnaires qui apportent leur titre à l'offre de rachat.

⁴ Le rachat d'action n'aura un effet relatif sur le BPA que dans la mesure où la trésorerie utilisée pour cette opération ait une rentabilité inférieure à celle des actifs d'exploitation.

⁵ En revanche, pour les actionnaires, la première opération (rachat et distribution aux salariés) est susceptible d'accroître le BPA, tandis que la seconde est plutôt neutre.

souvent invoqué par les entreprises françaises pour racheter leurs actions¹. Si une telle opération ne se traduit pas forcément par une réduction des capitaux propres (annulations d'actions), elle manifeste clairement la volonté d'une gestion restrictive des fonds propres².

Cette « préférence » des actionnaires pour un actionnariat salarié réalisé par des rachats d'actions plutôt que par des augmentations de capital se retrouve dans la mise en place des normes comptables internationales qui rendent moins avantageuses du point de vue comptable la distribution d'actions aux salariés via des augmentations de capital.

2.2.2 - Les normes comptables internationales : une « comptabilité d'actionnaire » défavorable à la souscription d'actions par les salariés.

Si du point de vue économique, l'actionnariat des salariés via une augmentation de capital peut être un moyen avantageux d'accroître les fonds propres de l'entreprise, l'introduction des nouvelles normes comptables internationales IFRS peut nuancer ce constat.

Jusqu'à présent, les opérations sur le capital d'une entreprise n'affectaient pratiquement pas leurs résultats, si ce n'est en termes de trésorerie lorsqu'il s'agissait d'opérations impliquant des

¹ La loi du 2 juillet 1998 a assoupli le régime de rachat de ses propres actions par une société : alors qu'elle devait auparavant lier une telle opération à un objectif précis (soit pour les annuler ses actions, soit pour en régulariser le cours, soit pour les distribuer à ses salariés), la réforme de 1998 permet à la société de racheter jusqu'à 10 % de son capital tout en lui laissant une large marge de manœuvre dans l'utilisation de ces actions : régularisation du cours, annulations, épargne salariale ou encore opération d'acquisition. Dans les faits, les entreprises qui rachètent leur actions annoncent généralement plusieurs objectifs simultanés : L'attribution d'actions aux salariés est l'objectif le plus souvent cité (selon l'AMF, sur 644 opérations de rachat d'actions réalisées en 2003-2004, l'attribution de titres aux salariés est citée 569 fois dont 50 fois comme objectif prioritaire), bien que la régularisation du cours soit le motif prioritaire (celle-ci étant citée 523 fois mais 331 fois comme objectif prioritaire). Voir, AMF (2004), « les opérations de rachat d'actions en France : bilan statistique », *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, N° 8, 5 p.

² Une entreprise peut très bien mettre en place une augmentation de capital réservée à ses salariés et parallèlement procéder à des opérations de rachat et d'annulation de titres. Comme nous le verrons plus en détails dans le quatrième chapitre de ce travail, la Société Générale agit ainsi depuis 2002, toute opération d'actionnariat salarié par augmentation de capital donnant lieu à une annulation de titres dans des proportions équivalentes dans le but clairement avoué de ne pas diluer la richesse des actionnaires.

rachats d'actions. Désormais, les normes IFRS 2 imposent la comptabilisation en « juste valeur¹ » des paiements au personnel fondés sur des actions. Concrètement, cela signifie qu'une entreprise procédant, par exemple, à une augmentation de capital réservée aux salariés via un PEE devra comptabiliser en charge l'avantage consenti au salarié², avantage mesuré par la « différence entre la juste valeur de l'action acquise en tenant compte de la condition d'incessibilité (cours de référence à la date d'attribution diminué du coût d'incessibilité à cinq ans³) et le prix de l'action payé par le salarié (net des effets d'actualisation⁴ éventuels) ». Par ailleurs cet avantage doit être comptabilisé non pas lors de sa réalisation effective mais dès la date d'attribution des droits⁵. La « charge » comptabilisée par l'entreprise peut par ailleurs évoluer au fil des exercices, jusqu'à l'acquisition par les salariés de l'ensemble des titres concernés par l'opération. En effet, toute variation de la juste valeur, principalement liée à l'évolution des marchés, va se traduire par une variation équivalente de la charge supportée par l'entreprise⁶. Ainsi une augmentation du cours de l'action de l'entreprise viendra accroître la charge à comptabiliser, tandis qu'une diminution de ce cours se traduira par une diminution de cette charge.

Pour bien saisir la rupture introduite par les normes IFRS, il faut savoir que dans le cadre comptable français, l'écart existant entre le cours à la date d'acquisition de l'action par le salarié et la valeur de souscription ne pouvait pas faire l'objet d'une constatation en perte ou en gain dans le cadre d'une augmentation de capital⁷. Certes, dans les faits, la comptabilisation française (au coût historique) demeure, en particulier vis à vis de l'administration fiscale. Mais, les

¹ Selon le paragraphe AG 71 de l'IAS 39, « l'objectif de la détermination de la juste valeur d'un instrument financier est de parvenir au prix auquel la transaction interviendrait à la date de clôture pour cet instrument sur le marché actif le plus avantageux auquel l'entité a un accès immédiat ». CONSEIL NATIONAL DE LA COMPTABILITE (2004), « IFRS 2 et les PEE », *Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie*, communiqué du 21 décembre, p. 5.

² *ibid*, p 6.

³ Le coût d'incessibilité correspond à la différence entre la valeur de la vente à terme (cession des actions) et le coût du financement de l'achat au comptant. Il s'agit donc de chiffrer une stratégie qui permette au salarié de recouvrer sa capacité de céder ses actions à tout moment. Rappelons qu'un salarié qui souscrit à une augmentation de capital via un PEE ne peut disposer des titres acquis avant l'expiration d'une période de cinq ans. Dans ce cas, le CNC propose de retenir le coût de l'emprunt auquel ont accès les salariés, soit le taux moyen offert pour les crédits de trésorerie sous forme d'un prêt personnel ordinaire. CONSEIL NATIONAL DE LA COMPTABILITE (2004), *op.cit.*, p. 5-6.

⁴ Le prix d'acquisition doit être diminué de l'effet d'actualisation de tout différé de paiement consenti par l'entreprise.

⁵ La charge est alors étalée sur la durée de l'option ou de l'indisponibilité des actions.

⁶ Avec le risque que la comptabilité en *fair value* accélère les effets pro-cycliques (COHEN E. (2003), commentaires au rapport du CAE sur les nouvelles normes comptables et le monde post-Enron, MISTRAL J. et alii, La documentation française, pp. 107-114.

⁷ Seules les moins values (ou les plus values) survenues dans le cadre d'attribution d'actions préalablement rachetées par la société peuvent faire l'objet d'une constatation comptable. HENRARD M., MONZO M., HEIM M-J et BERNAL F. (2005), *Dictionnaire comptable et financier*, Groupe Revue Fiduciaire, p. 1216.

entreprises cotées doivent désormais appliquer les normes IFRS. Au final, une augmentation de capital via la participation financière des salariés s'avère maintenant relativement plus « coûteuse » pour l'entreprise. En fait, les normes IFRS ne font aucune différence entre les actions attribuées aux salariés par rachat ou par souscription. Cette assimilation résulte de fait que selon les normes IFRS, toutes les actions propres sont déduites des capitaux propres comme si elles étaient annulées. Dès lors, la remise de ces actions aux salariés est analysée comme une émission d'actions nouvelles¹.

Nous pouvons cependant contester la pertinence de ce nouveau mode de comptabilisation², et considérer comme Marc AMBLARD qu'il marque le passage d'une « comptabilité d'entreprise » à une « comptabilité d'actionnaire » dont le rôle n'est plus « d'enregistrer les données quantitatives correspondant aux activités de l'entreprise en tant qu'entité mais de mesurer et contrôler les avoirs des propriétaires et leur évolution³ ». En effet, les paiements en action du personnel, lorsqu'il donnent lieu à une augmentation de capital, ne constituent pas une charge pour l'entreprise : au contraire celle-ci voit ses capitaux propres augmenter. Les actionnaires, en revanche, subissent effectivement une perte financière puisque « les effets dilutifs de l'augmentation de capital réservée aboutissent mécaniquement à un amoindrissement de l'avoir détenu par les anciens actionnaires⁴ ». Et la charge supportée par les actionnaires sera d'autant plus forte que l'écart entre le prix de souscription et la valeur du titre sera grand. En fait, ces nouvelles normes de comptabilisation reviennent à « considérer que l'entreprise n'a pas de patrimoine propre et n'est qu'un prolongement de ses actionnaires⁵ ».

La logique actionnariale traduite dans les normes IFRS a ainsi fait passer l'actionnariat salarié, d'un mode de financement avantageux à système pénalisant pour les comptes de l'entreprise. La prééminence de la valeur actionnariale a ainsi considérablement réduit les incitations à utiliser l'épargne salariale pour renforcer les fonds propres. Cela est amplifié par les évolutions

¹ HENRARD M *et Alii*, (2005), op.cit., pp. 1218-1219.

² Voir notamment MISTRAL J., DE BOISSIEU C. et LORENZI J-H. (2003), « Les normes comptables et le monde post Enron », rapport du CAE, *la documentation française*, 160 p.

³ AMBLARD M. (2002), « la comptabilisation des stock-options : comptabilité d'entreprise ou comptabilité d'actionnaire ? », p. 13.

⁴ Op.cit, p. 10.

⁵ Ibid.

législatives récentes qui vont limiter l'investissement de l'épargne salariale en fonds propres de l'entreprise.

2.2.3 - Des politiques publiques contradictoires...

Bien que l'objectif de renforcement des fonds propres par l'épargne salariale soit souvent avancé par les pouvoirs publics, ceux-ci prennent parallèlement des mesures contraires à cet objectif que se soit dans le souci d'améliorer conjoncturellement le pouvoir d'achat ou d'assurer la sécurité des épargnants salariés ou bien encore de favoriser le développement de l'actionnariat salarié via le rachat d'actions. Ces mesures limitent l'utilisation de l'épargne salariale comme instrument de renforcement des fonds propres (Diversifications, actions gratuites...), quand elles ne fragilisent plus fondamentalement les fonds propres de certaines entreprises (comme dans le cas des mesures de déblocage anticipé).

A) Privilégier le pouvoir d'achat plutôt que l'investissement dans l'entreprise

Les pouvoirs publics cherchent à utiliser l'épargne salariale pour répondre à d'autres objectifs que le traditionnel renforcement des fonds propres. En particulier, dans un contexte de modération salariale, les sommes reçues et/ou placées au titre de l'épargne salariale sont considérées comme un moyen de répondre aux demandes d'accroissement du pouvoir d'achat des salariés. Ainsi, les gouvernements ont, à plusieurs reprises, pris des mesures conjoncturelles autorisant le déblocage anticipé de l'épargne salariale. Ainsi, récemment, la loi du 4 août 2004 pour le soutien à la consommation et à l'investissement a autorisé les salariés à débloquer exceptionnellement les sommes placées dans la participation et les plans d'épargne entreprise (à l'exception des PERCO) dans la limite de 10 000 euros par salarié. Cette mesure a alors entraîné le déblocage de près de 7 milliards d'euros soit un dixième de l'encours total de l'épargne salariale¹. La mesure a été renouvelée pour les sommes attribuées en 2005 au titre de la

¹ GODFRAIN J et CORNUT-GENTILLE F. (2005), op.cit, p. 18.

participation (mais pas pour les plan d'épargne salariale) par la loi du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie.

Les retraits anticipés par les salariés d'une partie de leurs avoirs ont privé certaines entreprises de sources de financement et les ont même obligé à puiser dans leur trésorerie. En 2004, le Groupe AUCHAN a ainsi du faire face à une demande de remboursement exceptionnel de plus de 70 millions d'euros, auxquels s'ajoutaient les remboursement effectués sur les sommes disponibles (dont les cinq années de blocage étaient arrivées à terme) et ceux liés aux cas légaux de déblocage anticipé, soit respectivement 27 et 19,5 millions d'euros¹. Au niveau global, le déblocage exceptionnel décidé par le gouvernement en 2004 a entraîné le versement anticipé de 865 millions d'euros en faveur des salariés².

Par ailleurs, la loi du 30 décembre 2006 progresse encore dans direction d'une disponibilité accru de l'épargne salariale, puisqu'elle ouvre la possibilité pour les salariés de disposer immédiatement des dividendes attachés aux actions détenues dans le cadre d'un FCPE dont plus du tiers de l'actif est composé de titre de l'entreprise³. En effet, jusqu'à présent les dividendes attachés aux actions détenus via un PEE étaient soumis au délai d'indisponibilité de cinq ans, et ils étaient donc réinvestis chaque année dans le fonds. Cette mesure institue donc un déblocage permanent d'une partie de plus-values d'épargne salariale, plus-value qui étaient autrefois réinvesties dans les fonds d'actionnariat.

B) Privilégier l'actionnariat salarié sans augmentation de capital

Comme nous l'avons déjà exposé à plusieurs reprises, la législation sur l'épargne salariale favorisait l'attribution d'actions aux salariés via les opérations d'augmentation de capital réservées aux salariés. Celles-ci sont en effet très intéressantes financièrement et fiscalement, puisque l'entreprise peut compléter les versements des salariés (hors participation) par une décote sur le prix de souscription de même que par un abondement, le coûts de ces avantages étant

¹ *ibid.* p. 20.

² Source AFG (2005).

³ Il ne s'agit cependant pas d'une obligation, mais d'une simple possibilité. La décision en la matière doit être prise par le conseil de surveillance du FCPE.

déductible de l'impôt sur les sociétés. La loi du 31 décembre 2006 « pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié » étend désormais la possibilité d'octroi d'une décote et d'un abondement ainsi que les avantages fiscaux afférents, aux attributions d'actions via un PEE effectuées par le rachat d'actions déjà existantes. Dans ce cas, l'effet sur les fonds propres est nul.

Cette nouvelle loi développe aussi un nouveau dispositif, le Plan d'Attribution Gratuite d'Actions (PAGA), qui permet à l'entreprise d'octroyer gratuitement à ses salariés un certain nombre d'actions en échange d'une indisponibilité totale de 4 ans. Concrètement, ces plans entraînent la création de nouvelles actions, mais dont la valeur est entièrement à la charge de l'entreprise puisqu'elles ne sont pas « payées » par les salariés. S'il y a donc techniquement augmentation de capital, celle-ci n'accroît aucunement les fonds propres, puisque la souscription des titres est payée par la trésorerie de l'entreprise ou par incorporation de réserves.

Les pouvoirs publics favorisent ainsi le développement de formes d'actionnariat salarié qui ne contribuent pas au renforcement des fonds propres des entreprises. De ce fait, l'actionnariat salarié s'inscrit de plus en plus dans une logique de redistribution compatible avec les intérêts des actionnaires, au premier rang desquels la réduction des capitaux propres.

C) Privilégier la sécurité des épargnants salariés plutôt que l'investissement en fond propres

Pendant longtemps les flux d'épargne salariale étaient investis uniquement ou très majoritairement dans l'entreprise, via des CCD ou l'actionnariat salarié. Cependant, de nombreuses dispositions législatives et réglementaires ont été prises afin de limiter le risque encouru par l'épargnant salarié. Ainsi, depuis la loi du 19 février 2001, les PEE sont tenu de proposer la possibilité d'investir dans « un produit d'épargne diversifié et liquide », c'est à dire un OPCVM diversifié respectant les règles de division des risques telles que prévues par l'article L 214-4 du code monétaires et financier, soit pas plus de 5 % des actifs investis en titres d'un

même émetteur et pas plus de 10 % d'une même catégorie de titres d'un même émetteur¹. La situation est encore moins évidente pour l'actionnariat salarié dans les entreprises non cotées. En effet, lorsque le fonds est investi en titres non cotés de l'entreprise, son actif doit compter au moins un tiers de titres liquides (titres cotés ou part d'OPCVM eux-mêmes investis en titres cotés) à moins que soit instauré un mécanisme de liquidité ou que l'entreprise s'engage à racheter les titres détenus par le fonds.

Dans le cas du PERCO, les règles sont encore plus restrictives puisque celui-ci ne peut pas servir de support à l'actionnariat salarié², c'est à dire qu'il doit être investi dans un FCPE détenant moins de 5 % de titres de l'entreprise³. De même, afin de garantir la liquidité des avoirs, les FCPE proposées dans la cadre d'un PERCO ne peuvent détenir plus de 5 % de titres non admis aux négociations sur un marché réglementé. Ainsi, la version française des fonds de pension, dont certains espéraient qu'ils puissent procurer aux entreprises « les fonds propres nécessaires à [leur] financement⁴ », excluent expressément une telle possibilité⁵.

Cette évolution de la législation française, n'est pas sans rappeler la situation qu'ont connu les Etats Unis dans les années mille neuf cent soixante-dix et quatre-vingt. C'est en effet la volonté de sécurisation de l'épargne salariale et de l'épargne retraite des salariés qui fut à l'origine de la loi dite « ERISA » (*Employee Retirement Income Security Act*) de 1974, qui deviendra un des principaux cadre institutionnel permettant de développement des gestionnaires pour le compte de tiers⁶, promoteurs de la valeur actionnariale⁷.

¹ Cf. Circulaire du 6 avril 2005 relative à l'épargne salariale, op.cit., p. 133.

² Contrairement aux fonds de pension nord américains. Les récentes banqueroutes des entreprises Worldcom ou Enron ayant entraîné à la ruine les fonds de retraite des salariés, ont sans doute poussé les pouvoirs publics français à garantir un risque minimal aux salariés épargnants.

³ Néanmoins cette limitation ne s'applique pas aux actions ou parts d'OPCVM détenues par les fonds.

⁴ KESSLER D. (1999), « Participation, retraites et fonds de pension », *Revue une certaine idée*, n° 6. p. 3.

⁵ Seule exception : le PERCO doit offrir la possibilité de placer les sommes dans des parts de fonds investis en « entreprises solidaires ».

⁶ En effet, les fonds de pension autrefois gérés au sein d'un Trust par l'entreprise et les représentants de salariés ont été poussé à déléguer la gestion à des sociétés de gestion afin de garantir un meilleur rendement des actifs (SAUVIAT C. (2002), « Nouveau pouvoir financier et modèle d'entreprise : une source de fragilité systémique », *Revue de l'IRE*, n° 40, pp.1-31).

⁷ Sur cette question voir : FARNETTI Richard (1996), « le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée », *la mondialisation financière : genèse, coût et enjeux*, Coord. CHESNAIS F., Editions Syros, pp. 185-212.

La pression exercée par les exigences des investisseurs couplées aux récentes mesures législatives contribuent à faire de l'épargne salariale un relais de la financiarisation de l'économie bien éloigné des projets initiaux qui y voyaient un moyen de faire des salariés des apporteurs en fonds propres capable de participer à l'investissement productif.

2.2.4 - Les limites de l'épargne salariale comme source d'investissement productif

La prééminence de la valeur actionnariale implique que les marchés financiers ne sont pas des contributeurs nets de fonds propres aux entreprises. Dans ce cadre, l'idée est souvent avancée que l'épargne salariale pourrait constituer une forme alternative de financement : c'est ce que préconisent Jean baptiste DE FOUCAULD et Jean-pierre BALLIGAND¹, ou encore Michel AGLIETTA² lorsqu'il souhaite que les fonds salariaux (contrôlés par les salariés) puissent constituer « des réserves investies productivement ».

Pourtant comme nous l'avons mis en évidence dans ce chapitre, le développement de l'épargne salariale ne se traduit pas prioritairement par un renforcement des capacités de financement des entreprises, essentiellement parce que celles-ci privilégient plutôt la réduction des capitaux propres. Par ailleurs, une deuxième objection peut être opposée face à cette vision optimiste de l'épargne salariale : les fonds d'épargne salariale ne sont pas orientés majoritairement vers l'investissement productif. Actuellement, le seul placement qui garantit que l'épargne salariale sera investie productivement ce sont les Comptes Courants Bloqués (CCB) : il s'agit de comptes individuels ouverts par l'entreprise au nom des salariés qui ne peuvent recueillir que les sommes provenant de la participation. Les avoirs ainsi constitués constituent une créance de l'entreprise vis-à-vis de ses salariés, rémunérée par l'entreprise selon un taux fixe et surtout qui doivent être exclusivement investis productivement. Alors que les CCB accueillaient autrefois la très grande majorité des primes de participation, ces dispositifs sont progressivement marginalisés au profit

¹ Op.cit

² AGLIETTA M. (1999), le capitalisme de demain, op.cit.

des PEE et des OPCVM¹. Et cette marginalisation des CCB relève largement d'une volonté politique : outre les incitations financières et fiscales de plus en plus importantes en faveur de des PEE et des OPCVM d'épargne salariale, la loi du 31 décembre 2006, stipule désormais que les nouveaux accords de participation ne pourront plus proposer des CCB comme seul mode d'investissement de la participation et devront même obligatoirement instaurer un PEE. La marginalisation des CCB montre combien l'optique « gaullienne » initiale – celle d'une participation aux bénéfices et au financement de l'entreprise - n'est plus de mise dans le capitalisme dominé par la finance.

Qui plus est, dans le cadre des OPCVM d'épargne salariale, lorsque les flux ne s'orientent pas vers l'actionnariat salarié (dont nous avons souligné les limites en termes de financement des entreprises), ils sont investis dans des FCPE « diversifiés » gérés par des sociétés de gestion pour compte de tiers. Ces dernières sont guidées essentiellement par la recherche de performance financière dans le cadre d'un marché concurrentiel². Selon Catherine SAUVIAT³, ces sociétés pratiquent une gestion active⁴ afin de « battre le marché », ce qui se traduit une rotation importante de leur portefeuille. Dans les faits, les placements en actions opérés par les gestionnaires de fonds constituent prioritairement une source de rendement financier et non de financement des entreprises. Surtout que l'industrie française des OPCVM se situe au deuxième rang mondial, certes, loin derrière les *mutual fund* américains, mais « en tête du marché européen en terme du nombre d'actifs gérés par tête d'habitant⁵ ». Par ailleurs, les investisseurs institutionnels français présentent les taux de rotation de portefeuille les plus élevés « puisqu'ils

¹ Cette marginalisation relève largement d'une volonté politique. Ainsi, la loi du 31 décembre 2006 stipule que désormais, les nouveaux accords de participation ne pourront plus proposer les CCB comme seul mode d'investissement de la participation et devront même obligatoirement instaurer un PEE.

² Bien que celui-ci soit, en France, plutôt concentré et dominé par les filiales « gestion d'actifs » des grandes banques généralistes et de sociétés d'assurance. Selon l'AFG, au 31 décembre 2006, 5 sociétés géraient plus de 77 % des actifs d'épargne salariale.

³ SAUVIAT C. (2004), « les fonds de pension et les fonds mutuels : acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial », dans CHESNAIS F. (dir.), *La finance mondialisée*, La découverte, pp. 99-124.

⁴ La gestion active vise à produire un rendement supérieur à celui du marché en modifiant de façon régulière le choix et la proportion des différents actifs. Par opposition, la gestion indicielle (ou passive) consiste à maintenir en permanence un portefeuille dont la valeur évolue pratiquement comme un indice boursier précis (par exemple le CAC 40). Pour cela le portefeuille est composé des mêmes titres que ceux de l'indice et dans la même proportion.

⁵ JEFFERS E. (2004), « la place de l'Europe dans la valorisation mondiale des capitaux de placement financiers », dans CHESNAIS F., *la finance mondialisée*, op.cit, p. 152.

restent en moyenne moins de dix-huit mois dans le capital d'une entreprise¹ ». dans ces conditions, nous ne pouvons que rester dubitatifs sur la possibilité qu'une épargne salariale contrôlée par les gestionnaires de fonds puisse constituer un mode de financement stable des entreprises² et contribuer de manière décisive à l'investissement productif.

L'hypothèse de l'utilisation de l'épargne salariale par les entreprises comme une source de financement avantageuse n'est que partiellement validée. Théoriquement, les dispositifs d'épargne salariale en tant qu'ils constituent une forme de rémunération différée devraient pouvoir influencer positivement sur la situation de trésorerie des entreprises et éventuellement contribuer au renforcement de leurs fonds propres. S'il apparaît que la distribution de primes d'intéressement ou de participation est associée à une situation de trésorerie favorable, en revanche l'actionnariat salarié ne contribue que marginalement au renforcement des fonds propres. Ces résultats sont cependant cohérents lorsqu'on les replace dans le contexte actuel de la valeur actionnariale. Pour atteindre les niveaux de rentabilité exigés par les investisseurs, les entreprises doivent à la fois limiter les coûts de production et avoir une gestion restrictive de leurs capitaux propres. L'épargne salariale peut les aider à agir sur ces deux leviers : la distribution de primes d'intéressement ou de participation ou d'actions aux salariés limite l'accroissement du BFR (contrairement à des augmentations de salaire), et s'inscrit tout à fait dans une logique d'accroissement des liquidités disponibles pour les actionnaires. Parallèlement, l'actionnariat salarié se développe mais sans remettre en cause la gestion restrictive des fonds propres qui permet de préserver (pas de dilution) voir d'accroître (si relation) la richesse des actionnaires.

Dés lors, une question émerge : pourquoi les entreprises développent pourtant très majoritairement l'investissement de l'épargne salariale dans l'actionnariat salarié si ce n'est pas

¹ LAVIGNE S., RIGAMONTI E. et MORIN F. (2005), Mutations et résiliences du capitalisme français (1997-2004), *working paper*, Centre d'entrepreneuriat et stratégie de croissance, ESC-Toulouse, p. 16. En comparaison les investisseurs institutionnels américains conservent leurs titres plus de trois ans. Les auteurs expliquent cette différence par la taille réduite du marché français qui contraint les institutionnels français à adopter des comportements risqués pour être en mesure de délivrer des rendements élevés. Pour un constat similaire voir aussi : DUPUY C. et PONS P. (2005), « Shareholder investment horizons, portfolio turnover and the models of capitalism : turn, turn, turn ? », 13th GERPISA international colloquium, 16 et 17 juin, 15 p.

² si ce n'est pour les sociétés de gestion d'actifs...

pour se financer ? Répondre à cette question implique de considérer les flux d'épargne salariale, sous l'aspect non plus seulement financier mais sous l'aspect du contrôle. En effet, les flux d'épargne salariale constituent une rémunération différée, et à ce titre ne sont pas directement contrôlés par les salariés mais par les directions d'entreprise ou les gestionnaires de fonds.

CHAPITRE IV - LES FONDS D'ÉPARGNE SALARIALE, INSTRUMENT DE CONTRÔLE DU CAPITAL AU SERVICE DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

L'épargne salariale se développe comme un mode de redistribution alternatif aux salaires, qui permet à l'entreprise de bénéficier de nombreux avantages économiques et financiers, en particulier pour atteindre les niveaux de rentabilité exigée dans le cadre de la création de valeur pour l'actionnaire. En effet, en plus d'un statut fiscal et social très compétitif, les dispositifs d'épargne salariale sont supposés présenter de nombreux avantages en matière de trésorerie et de financement. Ainsi, nous avons vu¹ que l'intéressement ou la participation semblent participer ou s'inscrire dans une stratégie de maîtrise des liquidités en vue de maximiser la gestion de trésorerie. En revanche, l'actionnariat salarié, malgré des avantages fiscaux et financiers, ne semble pas être une source de financement significative pour les entreprises, celles-ci continuant globalement à privilégier une gestion restrictive des fonds propres. Pourtant, l'épargne salariale continue d'être majoritairement investie en titres de l'entreprise via des FCPE. Si les liquidités drainées via l'épargne salariale vers l'actionnariat salarié ne servent pas au renforcement des fonds propres de l'entreprise, pour quel autre objectif sont-elles utilisées ?

Pour répondre à cette question, nous devons revenir à la question du contrôle de la firme et au rôle de ses principales parties prenantes : les salariés, les dirigeants et les actionnaires. Les fonds d'épargne salariale investis dans l'actionnariat salarié permettent théoriquement aux salariés de contrôler une part du capital de leur entreprise, et donc, de bénéficier des droits afférents en matière de gouvernance. En réalité, l'intermédiation des FCPE ou des SICAV va donner la primauté du contrôle de cette épargne salariale aux gestionnaires de fonds et surtout aux dirigeants. Ces derniers peuvent alors avoir intérêt à développer et à orienter l'épargne salariale vers l'actionnariat salarié, à la fois pour assurer la maximisation des flux de trésorerie distribués aux actionnaires, mais aussi pour leur permettre de contrôler indirectement une fraction du capital en vue de s'affranchir en partie du contrôle des investisseurs externes (stratégie d'enracinement²). Ainsi, l'architecture de l'épargne salariale peut évoluer et s'adapter aux

¹ Cf. Chapitre III.

² SCHLEIFER A. et VISHNY RW. (1989), "Management entrenchment: The case of management-specific investments", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, pp. 123-139. CHARREAUX G. (1996), « pour une véritable théorie de la latitude manageriale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, Vol. 111, pp. 50-64.

différentes structures du capital, en particulier dans le but de contrer d'éventuelles prises de contrôle hostiles. Cette question est d'autant plus importante, que grâce à l'utilisation de certaines ressources financières de l'entreprise, les dirigeants peuvent inciter financièrement (abondement, décote) les salariés à placer leurs primes d'intéressement ou de participation dans les fonds d'actionnariat salarié. Le contrôle de certains flux financiers permettant ainsi aux dirigeants¹ de contrôler indirectement une partie du capital de la société. Une telle stratégie d'enracinement, bien qu'elle puisse se traduire par une perte de contrôle des actionnaires, ne conduit cependant pas par une remise en cause du principe de création de valeur.

En fait, comme le montre les cas des groupes français Société Générale et Casino, l'actionnariat salarié est surtout développé afin de se protéger du risque d'Offres Publiques d'Achat (OPA) hostiles préjudiciables aux dirigeants, quitte à être à être abandonné une fois le capital à nouveau stabilisé. Par ailleurs, l'actionnariat salarié ne semble pas remettre en cause l'objectif financier de création de valeur pour l'actionnaire. Dans de telles circonstances, l'actionnariat salarié ne constitue donc pas un levier décisif de rééquilibrage des pouvoirs et de réorientation des objectifs économiques et sociaux de la firme.

Section 1 - Orienter l'Épargne salariale vers l'actionnariat salarié : une forme de contrôle du capital au service de l'enracinement les dirigeants

Le développement de l'actionnariat salarié est censé permettre aux salariés aussi bien de bénéficier d'une partie de la création de valeur actionnariale, mais aussi de renforcer leur pouvoir au sein de l'entreprise. En fait, l'actionnariat salarié est souvent mis en place par les dirigeants (et encouragé par les pouvoirs publics) dans une perspective de contrôle du capital visant à empêcher les prises de contrôle hostile par un concurrent. En effet, en raison du fonctionnement des dispositifs d'épargne salariale, la direction de l'entreprise est en mesure d'orienter fortement les placements des salariés vers l'actionnariat comme de contrôler étroitement les droits de vote associés aux titres détenus dans des FCPE ou de SICAV. Si les salariés sont en grande partie exclus du contrôle de leur épargne, les actionnaires sont aussi susceptibles d'être lésés. Si

¹ Nous employons le terme dirigeant aussi bien pour désigner un dirigeant salarié qu'un dirigeant – actionnaire majoritaire de la société.

l'actionnariat salarié est mis en place afin de soustraire les dirigeants au marché de contrôle, les actionnaires voient leur pouvoir de contrôle réduit. Cependant, cette perte de pouvoir ne se traduit pas par une remise en cause de la création de valeur actionnariale.

Sous-section 1.1 - L'épargne salariale au service du contrôle du capital... par les dirigeants.

L'actionnariat salarié est parfois considéré comme un moyen pour les salariés de rééquilibrer en leur faveur les rapports de pouvoir au sein de l'entreprise face au dirigeant et aux actionnaires¹. En fait, l'actionnariat salarié sert souvent d'arbitre ponctuel au conflit opposant dirigeants et actionnaires. En effet, lorsqu'il y a séparation entre propriété et contrôle, il existe des divergences d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, ces derniers recherchant la maximisation de leur utilité individuelle (prestige, pouvoir, rémunération) y compris au détriment de la création de valeur pour l'actionnaire. L'actionnaire en tant qu'apporteur de ressources financières attend de la firme une rémunération sous forme de dividendes ou de plus-values. Si pour garantir que leurs intérêts seront respectés, les actionnaires doivent contrôler les actions du dirigeant, celui-ci va parallèlement essayer de se soustraire à ce contrôle. Il peut ainsi utiliser l'actionnariat salarié comme un dispositif anti-OPA et déjouer le contrôle externe des actionnaires dans le cadre d'une stratégie d'enracinement. L'actionnariat salarié est alors utilisé comme une forme de contrôle du capital de la société.

1.1.1 - Les prises de contrôle : principale arme aux mains des actionnaires

Comme nous l'avons déjà abordé dans le premier chapitre de ce travail, la firme est un lieu de coopération et de conflits. Ce problème prend différentes formes selon la structure de l'actionnariat de la société. Dans le cas d'un actionnariat dispersé, le pouvoir discrétionnaire du

¹ Voir par exemple, AGLIETTA M. et REBERIOUX A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Editions Albin Michel, 396 p.

dirigeant est important¹. En revanche lorsque l'actionnariat est concentré, l'actionnaire majoritaire assure le contrôle des dirigeants (qu'il nomme et peut révoquer) le « conflit d'agence » est réduit voir inexistant (confusion propriété/gestion) ; il peut éventuellement se déplacer et opposer l'actionnaire majoritaire et les actionnaires externes².

Les structures de contrôle se répartissent en deux catégories selon qu'elles relèvent de procédures de contrôle interne (*corporate governance*) ou du contrôle externe (activisme des actionnaires, prises de contrôle)³. Les prises de contrôle concernent aussi bien les firmes dont l'actionnariat est dispersé mais aussi les firmes contrôlées par un actionnaire minoritaire. En théorie, la prise de contrôle constitue le recours ultime des actionnaires pour discipliner un dirigeant, c'est à dire après épuisement des voies de contrôle internes de la *corporate governance*. Dans les faits, la menace et l'exécution d'une prise de contrôle hostile constituent le principal moyen de pression sur les dirigeants. En effet, dans une économie de marché financier le contrôle actionnarial est principalement vectorisé par le prix de l'action⁴. L'actionnariat des sociétés étant dispersé, le contrôle *a priori* du dirigeant par les mécanismes traditionnels de gouvernance est rendu très difficile⁵, d'autant plus que les investisseurs institutionnels refusent bien souvent d'assumer une responsabilité patrimoniale au sein des firmes dont ils sont actionnaires, privilégiant une logique d'investissement en portefeuille. Le contrôle s'effectue donc *a posteriori*, l'évolution du cours de bourse venant sanctionner les décisions prises par les dirigeants⁶. En cas de chute du cours boursier, le principal risque pour les dirigeants de la société

¹ En effet bien que les actionnaires aient collectivement intérêt à contrôler les dirigeants, tout actionnaire non dirigeant qui prend l'initiative du contrôle du dirigeant supporte l'intégralité du coût du contrôle, mais n'en bénéficie qu'à hauteur de sa participation au capital. En revanche, les actionnaires qui n'engagent pas d'effort de contrôle ne supportent aucun coût et bénéficient des efforts des autres actionnaires. Ce comportement de passager clandestin explique ainsi la difficulté de contrôler le dirigeant lorsque l'actionnariat est très dispersé. (GINLINGER E. (2002), « l'actionnaire comme contrôleur », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, p. 39).

² Pour autant la concentration du capital ne garantit pas forcément un contrôle efficace du dirigeant : en effet, l'actionnaire de référence a généralement un portefeuille moins diversifié que les actionnaires minoritaires, puisqu'il détient une part importante du capital d'une société. On peut alors supposer que celui-ci sera plus sensible aux pertes potentielles liées à la disparition de rentes managériales en cas de changement de dirigeants qui ont construit une forte complémentarité entre les actifs de la firme. Ces actionnaires majoritaires peuvent soutenir des équipes dirigeantes enracinées qui obtiennent une rentabilité minimum des actifs de l'entreprise, pour éviter des pertes importantes à court terme (ALEXANDRE H. et PAQUEROT M. (2000), « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance, Contrôle et Stratégie*, Vol. 3, n° 2, pp. 14-15).

³ GHARBI H. (2004), « vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants », *Conférence Association Internationale de Management Stratégique*, Vallée de Seine, 2-4 juin, 27 p.

⁴ MORIN F. et RIGAMONTI E. (2002), « Evolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, p. 162.

⁵ En témoignent, par exemple, la composition des conseils d'administration des grandes entreprises cotées françaises, qui continuent à faire la part belle aux réseaux de dirigeants tissés lors de la prépondérance des participations croisées. Sur ce point voir : LAVIGNE S., RIGAMONTI E. et MORIN F. (2005), *Mutations et résiliences du capitalisme français (1997-2004)*, *working paper*, Centre d'entrepreneuriat et stratégie de croissance, ESC-Toulouse, 31 p.

⁶ *ibid.*

est celui d'une prise de contrôle inamicale dont la probabilité s'accroît avec les baisses du prix du titre¹. En d'autres termes, la principale menace que peuvent brandir des actionnaires minoritaires vis-à-vis d'un dirigeant, c'est de « voter avec leurs pieds » pour faire chuter le cours du titre, et, rendre l'entreprise vulnérable à une tentative d'OPA.

Les prises de contrôle hostiles ne sont cependant pas toutes guidées par la volonté de faire respecter les principes de la souveraineté actionnariale : elles sont souvent l'aboutissement du processus concurrentiel entre certains groupes², mais aussi la conséquence d'une stratégie particulière de création de valeur pour l'actionnaire, puisque les rachats et échanges de titres induits par cette opération permettent à certains investisseurs de réaliser des plus values considérables. Qui plus est, les OPA hostiles constituent paradoxalement aussi une forme d'enracinement des dirigeants de l'entreprise acquéreuse, les sociétés rachetées pouvant représenter des investissements spécifiques au capital humain de ces dirigeants et augmenter le coût de leur remplacement pour les actionnaires³.

Quoi qu'il en soit, les prises de contrôle constituent généralement la principale menace que doivent affronter les dirigeants. D'ailleurs, cette menace ne concerne pas seulement les dirigeants de société dont le capital est dispersé ; les groupes contrôlés par un actionnariat familial ne sont pas à l'abri d'une OPA hostile, en particulier lorsque qu'ils ne contrôlent pas la majorité absolue du capital ou que le bloc de contrôle est très composite. Les équipes dirigeantes ont donc intérêt à développer des dispositifs leur permettant de se prémunir contre d'éventuelles OPA hostiles.

¹ L'efficacité de ce mode contrôle, dans un capitalisme actionnarial dominé par les investisseurs institutionnels, reste cependant discutée. En effet, cette catégorie d'actionnaires est plus sensible que d'autres aux variations de performances de la firme, car ils doivent rendre des comptes aux épargnants qui les ont mandaté pour faire fructifier leur capital (cas d'école des souscripteurs des fonds de pension à prestations définies, auxquels les *money managers* doivent garantir un rendement minimal). Pour éviter les brusques chutes de rentabilités liées au départ d'un dirigeant, ces investisseurs pourraient être alors plus enclins à s'accommoder de l'enracinement d'un dirigeant (ALEXANDRE H. et PAQUEROT M. (2000), « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance, Contrôle et Stratégie*, Vol. 3, n° 2, pp. 15-16).

² où la croissance d'une société implique le rachat de sa concurrente directe, en particulier dans des secteurs arrivés à maturité.

³ ALEXANDRE H. et PAQUEROT M. (2000), op.cit, p. 8.

1.1.2 - Enracinement des dirigeants et dispositifs anti-OPA

Le problème de l'enracinement peut être traité différemment selon la structure du capital des sociétés. Dans le cas d'un actionnariat dispersé, l'enracinement du dirigeant prend la forme d'investissements spécifiques qui rendent plus coûteux son remplacement et lui permettent de tirer une rémunération et des avantages¹. Dans le cas d'un actionnariat contrôlé, et plus particulièrement familial, l'enracinement revêt une dimension sociale et affective beaucoup plus grande : tout d'abord il s'agit d'un enracinement du dirigeant mais aussi de l'actionnariat familial et il vise prioritairement à préserver et assurer la transmission de l'entreprise aux descendants². Pour autant, l'enracinement d'un dirigeant issu de l'actionnariat familial peut aussi conduire à des dérives préjudiciables aux autres actionnaires familiaux ou conduire à un problème de sélection adverse³. Le dirigeant, qu'il soit salarié ou qu'il participe au bloc d'actionnaires de référence, est rationnellement poussé à se protéger des prises de contrôle inamicales en raison des risques de révocation qu'elles comportent.

Pour réduire le contrôle externe, les dirigeants mettent en place des dispositifs anti-OPA, c'est à dire des mesures qui ont pour objet de rendre difficile toute tentative d'acquisition non approuvée par ces mêmes dirigeants. Ces mesures aboutissent généralement à renchérir la prise de contrôle et donc la prime obtenue par les actionnaires de la société cible⁴. Dans une économie de marché financier, la prise de contrôle hostile étant le principal outil disciplinaire des dirigeants, toute mesure anti-OPA contribue à accroître le pouvoir discrétionnaire du dirigeant.

D'ailleurs des mesures originellement destinées à inciter les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires peuvent finalement servir une stratégie d'enracinement. Ainsi, l'actionnariat des dirigeants, bien que conçu par la théorie de l'agence comme une incitation visant à aligner les intérêts de la direction sur ceux des actionnaires, peut être utilisé comme une arme anti-OPA et permettre au dirigeant de se soustraire au marché de contrôle. Or, plus les cadres dirigeants détiennent un nombre important d'actions de la société, plus ils vont être en mesure d'exiger une

¹ SCHLEIFER A. et VISHNY RW. (1989), *op. cit.* ; CHARREAUX G. (1996), *op. cit.*

² ALLOUCHE J. et AMANN B. (2002), « l'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 109-130.

³ Le choix du dirigeant, et de ses successeurs, s'effectuant exclusivement au sein du groupe familial, cela restreint le marché du travail et peut conduire à nommer un dirigeant moins compétent que ne pourrait l'être un salarié choisi hors du cercle familial. L'entreprise risque alors de supporter des décisions sous-optimales, préjudiciables à sa pérennité.

⁴ Citons entre autres mesures, les droits de vote doubles ou encore les célèbres « pilules empoisonnées » basées sur l'octroi massif de bons de souscription d'actions.

prime importante pour l'achat de la firme et donc de renchérir le coût d'une acquisition¹. De même, les modes de rémunération en action ont permis aux dirigeants de sociétés de s'enrichir considérablement parfois même à un rythme beaucoup plus rapide que leurs actionnaires². En effet, la capacité des dirigeants à influencer sur leurs propres rémunérations leur permet de s'octroyer de véritables rentes de situation³. Les plans d'options sur action ont ainsi été le principal vecteur de l'enrichissement des dirigeants, ceux-ci disposant d'informations internes pour exercer leurs options au moment le plus opportun et ayant le pouvoir de remodeler les plans d'option à leur avantage en cas de contre performances boursières⁴.

Mais au delà des actions qu'ils détiennent, les dirigeants peuvent aussi s'appuyer sur les actions détenues par les autres salariés de la société pour dissuader d'éventuels acquéreurs, ou rendre inoffensive les menaces de certains investisseurs.

1.1.3 - L'instrumentalisation de l'actionnariat salarié comme arme anti-OPA.

L'actionnariat des salariés non cadres dirigeants soulève sensiblement les mêmes problèmes propres à l'actionnariat des dirigeants. Comme nous l'avons exposé à la section 2 du premier chapitre, l'actionnariat des salariés est considéré par la théorie des droits de propriété ou la théorie de l'agence, comme un facteur d'affaiblissement des mécanismes de gouvernance préjudiciable aux actionnaires externes. A ce titre, l'actionnariat peut être une source d'enracinement des salariés, qui comme les dirigeants, chercheraient aussi à protéger prioritairement leur investissement spécifique dans l'entreprise. Cependant, certains auteurs, adoptant le raisonnement de la théorie de l'agence, estiment au contraire que l'actionnariat des salariés peut constituer un moyen de réduire les conflits d'intérêt entre salariés et actionnaires et

¹ Ibid. p. 40-41.

² De nombreuses études ont mis en évidence la déconnexion entre l'évolution des rémunérations des dirigeants et les performances de la société. Entre 1997 et 2001, la rémunération de dirigeants d'entreprises du Cac 40 et du SBF 120, s'est accrue de 46 % alors que la hausse des profits n'expliquait que 9 % de cette augmentation (Voir, SMAINI N. (2002), « La rémunération des dirigeants français est-elle sensible à la performance de l'entreprise ? », *Mémoire de DEA Analyse et Politiques économiques*, EHESS, Paris, 40 p.).

³ ARYE BECBCHUCK L., FRIED J. et WALKER D. (2002), "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation", *NBER working paper series*, n° 9068, 98 p.

⁴ Aux Etats-Unis, certains dirigeants n'hésitaient à procéder au *repricing* de leurs options, c'est à dire modifier le prix de souscription ou d'achat de leurs options si le cours du titre avait trop diminué. Cette mesure étant prohibée par la législation française, une solution alternative a consisté, pour les dirigeants français, à laisser dépérir les plans d'option devenus défavorables (i.e. ne pas exercer leurs options) et à mettre en place régulièrement de nouveaux plans plus avantageux.

peut même contribuer à mieux contrôler les actions des dirigeants, à conditions que les salariés soient associés aux mécanismes de contrôle interne en général et aux organes de direction en particulier¹.

Mais l'actionnariat salarié peut aussi servir la stratégie d'enracinement des dirigeants s'il est mis en place dans le but de contrer les tentatives de prise de contrôle hostiles. Le choix de développer l'actionnariat des salariés est en effet largement du ressort de la direction qui décide de l'orientation de l'épargne salariale et des plans d'actionnariat ou d'option sur action². Par ailleurs, les salariés ne sont pas indépendants du dirigeant : il existe toujours une relation de subordination. Les dirigeants peuvent faire pression sur les salariés, ou leur accorder des avantages pour obtenir leur soutien. Mais surtout, ils ont la capacité d'encadrer très strictement le pouvoir des salariés en matière de gouvernance : aux Etats-Unis, la direction décide des modalités d'exercice des droits de vote attachés aux actions détenues par les salariés via les plans d'actionnariat salarié (ESOP, *Employee Stock Ownership plan*). Enfin, les dirigeants conservent la faculté de proposer, lors de l'AG, les salariés qui siègeront dans les organes de direction, au risque d'une véritable cooptation. Tous ces facteurs expliquent que les dirigeants parviennent généralement à contrôler les droits de vote associés aux titres détenus dans le cadre de l'actionnariat des salariés³.

Il y a aussi une convergence d'intérêt certaine, entre dirigeants et salariés, tous deux cherchant à rentabiliser leurs investissements spécifiques dans la firme. Face à une OPA hostile, les risques de licenciements liés aux inévitables restructurations répondent directement aux risques de « débarquement » de l'équipe dirigeante⁴.

Ces éléments aboutissent à faire de l'actionnariat salarié un instrument d'enracinement managérial. Non seulement, la présence d'un actionnariat salarié contribue à réduire la probabilité de réussite d'une OPA hostile, mais en plus il renforce la position du dirigeant à

¹ Notamment : BLAIR M. (1995), op.cit. et DESBIRERES P. (2002), op.cit. ; Ces analyses ont été présentées dans la sous-section 1.3. du premier chapitre.

² La direction prend en effet la décision de mettre en place un éventuel dispositif de participation des salariés au capital de l'entreprise, même si dans le cas des plans d'options, des plans d'attribution gratuite d'actions ou des augmentations de capital réservées aux salariés, les dirigeants doivent obtenir l'autorisation de l'assemblée générale des actionnaires (AG).

³ STULZ R. (1988), « Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control », *Journal of financial economics*, vol. 20, pp. 25-54.

⁴ La recherche de synergies conduit effectivement à éliminer les « doublons » qui apparaissent à l'issue de la fusion-acquisition. Dans la plupart des cas, il est logique que l'entreprise cible subisse la majeure partie des effets de ces restructurations. *Vae victis*.

l'intérieur de la firme. Ainsi, à partir d'un échantillon de 167 entreprises françaises cotées ayant un actionnariat salarié, H. GHARBI¹ met en évidence un rôle positif de l'actionnariat salarié dans le cumul des mandats, et l'ancienneté des dirigeants².

L'utilisation par certains salariés, d'une partie de leur rémunération (épargne salariale, stock options, actions gratuites) pour financer une stratégie d'enracinement pose en fait le problème de la répartition et du contrôle des ressources financières de la firme.

1.1.4 - L'actionnariat salarié : un détournement des free cash flow au profit des dirigeants ?

Au delà de la question du contrôle des actions du dirigeant, le conflit entre dirigeants et actionnaires prend aussi la forme d'un conflit sur l'utilisation des ressources financières de la firme. Selon la théorie des *free cash flow* exposée par Michael C. JENSEN³, en l'absence de perspective d'investissement rentable, les liquidités disponibles de la firme doivent être intégralement reversées aux actionnaires. En effet, conserver ces excédents de trésorerie au sein de la firme reviendrait à les laisser à la disposition discrétionnaire du dirigeant qui pourrait les utiliser pour financer des projets conformes à ses seuls intérêts. La société doit donc reverser ces liquidités aux actionnaires directement sous forme de dividendes ou indirectement sous forme de valorisation boursière (par exemple par le rachat et l'annulation de titres). Le taux de distribution (ou *payout ratio*) mesure ainsi le pourcentage du résultat net de l'exercice distribué aux actionnaires sous forme de dividendes ou de plus values. Pour autant, le dirigeant dispose de la possibilité d'agir sur l'affectation des liquidités en amont du résultat net, par exemple en utilisant l'autofinancement pour certains investissements qui ne faisant pas appel à l'épargne publique sont difficilement contrôlables par les actionnaires. Dans cette optique, l'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié peut être analysée comme un « détournement » des *free cash flow* à l'avantage du dirigeant.

¹ GHARBI H. (2006), « l'actionnariat salarié : un tremplin à l'enracinement managérial », *op.cit.*

² En fait, l'actionnariat salarié influence positivement l'ancienneté du dirigeant lorsque l'actionnariat est supérieur à 5 %.

³ JENSEN M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76, n°2, pp. 323-329.

En effet, l'épargne salariale fait des salariés des créanciers résiduels de la société au même titre que les actionnaires. Grâce aux dispositifs d'intéressement et de participation ils ont le droit à une cote part prédéterminée des résultats, et ce avant toute distribution aux actionnaires¹. L'intéressement et la participation viennent donc en déduction du bénéfice distribuable, c'est à dire des *Free cash flow*. Parallèlement, les incitations financières octroyées par la société à l'épargne salariale (abondement, décote) impliquent un prélèvement supplémentaire sur la trésorerie. Même si l'effet de ces rémunérations sur le résultat net doit tenir compte de leur déductibilité du bénéfice imposable de la société, il n'empêche que les salariés sont servis avant les actionnaires².

Ainsi d'un strict point de vue d'investisseur externe, les dispositifs d'épargne salariale ou d'actionnariat salarié, financés par un prélèvement sur les liquidités de l'entreprise peuvent être assimilés à une forme de « détournement » si elles sont utilisées pour se soustraire à leur contrôle. Sans rallier ce point de vue très spécifique, il nous semble intéressant d'avoir à l'esprit que ces liquidités effectivement distribuées aux salariés vont finalement refluer vers le capital de l'entreprise sous la forme de la souscription ou l'acquisition de titres.

1.1.5 - Une forme d'autocontrôle de la société et du groupe de sociétés

Contrairement à une augmentation de salaire qui se traduit pour l'entreprise par une sortie de liquidités, tout ou partie de l'épargne salariale distribuée reflue vers l'entreprise. L'épargne salariale investie en titres de l'entreprise est généralement bloquée au moins cinq ans. Pendant cette période, les dividendes perçus par le salarié restent sur le Fond de placement et sont réinvestis en titres de la société³. Les liquidités distribuées au titre de l'épargne salariale viennent ainsi accroître la part du capital détenue par les salariés, alliés potentiels des dirigeants. En d'autres termes, l'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié s'apparente à une forme d'autocontrôle. L'entreprise a en effet intérêt à développer l'actionnariat salarié plutôt que de détenir directement ou indirectement une partie de ses titres. En effet, depuis 1991, les

¹ Dans la section 1 du second chapitre nous avons montré qu'au niveau du compte de résultat l'intéressement était assimilé à une charge de personnel et la participation de l'exercice inscrite juste après le paiement des impôts mais avant la distribution des dividendes.

² Ce raisonnement fait bien entendu abstraction de la gestion de l'entreprise pilotée par la création de valeur, dans le cadre de laquelle ce sont certainement les actionnaires qui sont servis prioritairement.

³ S'il s'agit d'un fonds d'actionnariat salarié exclusivement investis en titres de l'entreprise. Néanmoins, la loi du 30 décembre 2006, ouvre la possibilité aux salariés porteurs de parts d'un FCPE d'actionnariat salarié, de toucher immédiatement les dividendes attachées aux actions. Cette mesure est facultative et doit être décidée par les conseil de surveillance du fond.

actions détenues en propres par la société ou ses filiales¹ ne permettent plus d'exercer les droits de vote qui y sont attachés en AG. En revanche, les actions détenues par les fonds d'actionnariat salarié sont porteuses de droits de vote. Qui plus est, l'autocontrôle, revient à immobiliser une certaine quantité de capital qui pourrait être utilisée pour d'autres investissements. L'actionnariat salarié présente l'avantage de rémunérer de manière fiscalement et socialement avantageuse les salariés tout en pouvant servir à contrôler une partie du capital : à ce titre, l'actionnariat est une forme de contrôle du capital d'une société économiquement beaucoup plus avantageuse que l'autocontrôle traditionnel.

Le raisonnement est encore plus intéressant lorsqu'on sort du cadre de la simple société pour s'intéresser aux groupes de sociétés. Dans un groupe, la société mère exerce la gouvernance financière du groupe, son capital étant l'interface de l'ensemble du groupe avec les investisseurs. L'organisation de l'épargne salariale au niveau du groupe permet alors de transférer des liquidités des filiales vers le capital de la société mère. Ainsi la mise en place d'un Plan d'Epargne de Groupe (PEG) permet à la société d'offrir des modalités de placement identiques à l'ensemble des salariés du groupe², tandis que la mise en place d'accord de participation ou d'intéressement au niveau du groupe permet d'assurer une distribution de primes aux salariés de différentes filiales. En effet, si l'intéressement ou la participation sont calculés au niveau de chaque société, selon les exercices, certaines filiales seraient en mesure de verser des primes et d'autres non. En basant les primes sur les résultats consolidés du groupe, on assure une mutualisation des résultats qui permet de distribuer des primes à l'ensemble des salariés du groupe³. Les salariés des filiales peuvent ainsi placer une partie de la rémunération (versée par les filiales) dans des fonds investis en titres de la société mère. En jouant sur l'architecture de l'épargne salariale (offre de placement, politique d'abondement,...) la direction de la société mère peut ainsi orienter et puis faire remonter une partie des flux d'épargne salariale versés au niveau des filiales vers le fonds d'actionnariat salarié. Ceci permet alors, de centraliser les flux d'épargne salariale pour favoriser une forme indirecte « d'autocontrôle » de la tête de groupe.

¹La loi n° 89-531 du 2 août 1989 a supprimée les droits de vote attachés aux actions d'autocontrôle. Auparavant, les dirigeants pouvaient disposer de ces droits de vote dans la limite de 10 % du capital. Désormais, l'intérêt de l'autocontrôle consiste à réduire le nombre de titres en circulation et donc le nombre de votes potentiellement exercés en AG, ce qui peut permettre de garantir une majorité à un actionnaire ou un groupe d'actionnaires minoritaires.

² Le périmètre du Plan d'Epargne peut même être étendu a des entreprises indépendantes par la mise en place d'un Plan d'Epargne Inter-entreprise (PEI). Ainsi, le Groupe Carrefour a mis en Place un PEI couvrant les salariés de certaines entreprises fournisseurs.

³ Pour autant, ce n'est pas la société mère qui verse ces primes : une fois la prime calculées à partir des résultats consolidés, chaque société du groupe est tenue de reverser la RSP ou la prime globale d'intéressement correspondante.

Ainsi l'épargne salariale, lorsqu'elle est orientée vers l'actionnariat salarié, peut permettre de faire refluer les liquidités distribuées aux salariés au sein du groupe (primes d'intéressement, abondement...) vers le capital de la société mère. De fait, les flux distribués au titre de l'épargne salariale peuvent servir à contrôler la capital, au service de l'enracinement des dirigeants, mais aussi dans une optique plus large, à protéger le capital de certaines entreprises nationales stratégiques des acquisitions par des groupes étrangers.

1.1.6 - Protection contre les OPA et « patriotisme économique »

L'utilisation de l'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié comme une arme anti-OPA, ne doit pas être considérée uniquement du point de vue des actionnaires ou des dirigeants. En effet, l'épargne salariale pourrait aussi permettre de protéger le capital de certaines sociétés afin de maintenir en France les centres de décisions économiques et stratégiques. Alors, nous ne serions plus dans le stricte cadre d'une défense des intérêts individuels des équipes dirigeantes, mais plutôt dans celui de l'intérêt national.

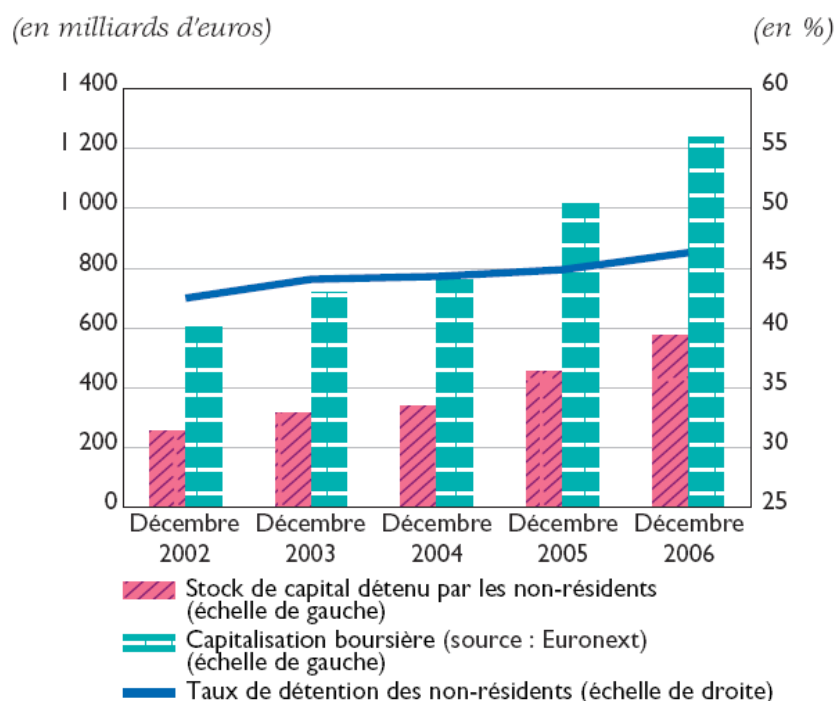
Cependant, le rôle que peut jouer l'épargne salariale dans le renforcement des fonds propres est pour le moins ambigu. En fait, les appels répétés des pouvoirs publics pour réorienter l'épargne vers les entreprises ne concernent pas strictement les questions de financement. En effet, le mouvement de financiarisation et d'internationalisation des grands groupes français pose désormais la question de la maîtrise des centres de décisions. Les ouvertures de capital liées aux privatisations ont en effet permis à de nombreux investisseurs étrangers, dont les investisseurs institutionnels, d'entrer notablement au capital de fleurons du capitalisme français. Par ailleurs, les nombreuses opérations de fusion et d'acquisition mettent les groupes français en position d'être la cible d'acquisitions, parfois hostiles, d'autres groupes étrangers. La propriété d'un actif conférant un pouvoir de décision, certains estiment qu'il demeure essentiel de préserver le caractère national du capital des entreprises françaises¹. L'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié peut de ce point de vue constituer un moyen de concilier les besoins de financement des entreprises nationales sans pour autant les rendre trop dépendantes des investisseurs étrangers.

¹ LEVET J-L. et BIGAY J-F. (1999), *La nouvelle nationalité de l'entreprise*, rapport du Commissariat Général au Plan, La Documentation Française, 274 p.

A) Le poids des investisseurs étrangers

Le capital des entreprises françaises est désormais particulièrement pénétré par les investisseurs étrangers : au 31 décembre 2006, la banque de France¹ estimait que les non résidents détenaient 46,2 % des entreprises du CAC 40. Mais, ce mouvement ne concerne pas que les grands groupes, puisqu'en 2000 le capital de l'ensemble des entreprises cotées françaises était détenu à 36,5 % par des non résidents, chiffre bien supérieur aux autres pays européens (un peu moins de 20 % pour l'Allemagne et 29,3 % pour le Royaume Uni)².

Figure IV-1 : taux de détention du capital des entreprises françaises cotées par des non résidents



Source : Banque de France 2007

¹ POULAIN J-G (2007), « la détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin 2006 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 161, pp. 55-60.

² POULAIN J-G (2004), « la détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 124, pp. 34-47.

Jusqu'en 1996, l'économie française était articulée autour de cœurs financiers¹ basés sur la propriété circulaire du capital qui rendait très difficilement pénétrable le capital des entreprises et laissaient donc aux dirigeants un large contrôle des entreprises. Le débouclage des participations croisées a en partie remis en cause ce système et a permis la montée en puissance des investisseurs étrangers dans le capital des firmes².

B) L'épargne salariale comme instrument du « patriotisme économique » ?

Le risque d'OPA hostiles menées par des groupes étrangers a mis en exergue la question de la « nationalité de l'entreprise » et de son centre de décision³. Dès lors la recherche d'une stabilité actionnariale permettant de maintenir l'indépendance des grands groupes nationaux est désormais posée. Pour ce faire, il s'agirait de développer et renforcer la présence d'investisseurs nationaux dans le capital des grands groupes cotés. Pour cela, plusieurs propositions ont été avancées au premier rang desquelles figurent le développement de l'épargne salariale et de l'actionnariat des salariés en tant qu'instrument de « patriotisme économique⁴ » permettant de concilier logique financière et préservation du patrimoine industriel français. L'objectif recherché via l'épargne salariale n'est plus ici de trouver un moyen de financement pour les entreprises⁵ : il s'agit avant tout de permettre aux salariés de détenir une part significative du capital de leur entreprise afin limiter le risque d'OPA hostile de la part d'un groupe étranger. Les investisseurs « étrangers » présent dans le capital des sociétés françaises sont, en effet, assez peu susceptibles d'être préoccupés par la nationalité de l'entreprise, leur priorité étant la rentabilité de leur investissement⁶. Ils sont donc susceptibles d'apporter leurs titres à une opération d'acquisition menée par un groupe étranger. En revanche, l'actionnariat familial ou l'actionnariat

¹ MORIN F. (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs : le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue Economique*, n° 6, pp. 1253-1268.

² MORIN F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital : analyse, prospective et comparaisons internationales*, Rapport au ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, Editions de Bercy, 189 p.

³ Comme le note F. MORIN, la question de la nationalité de l'entreprise concerne essentiellement la maison mère, lieu de décision stratégique de l'entreprise, la plupart des grandes firmes françaises étant en fait largement internationalisées dans leurs activités, leurs investissements et leurs effectifs (op.cit. p. 37)

⁴ Le concept de patriotisme économique est issu du rapport de Bernard CARAYON (2003), *Intelligence économique, compétitivité cohésion sociale*, (p. 11). L'expression *patriotisme économique* a été employée par le Premier Ministre Dominique DE VILLEPIN le mercredi 27 juillet 2005 au cours d'une conférence de presse à la suite des rumeurs d'OPA hostile sur Danone. Pour une analyse (critique) de ce concept et de la politique qu'il sous-tend voir DEBLOCK C. (2006), « le patriotisme économique, fausse réponse à la mondialisation », in *L'Etat du monde 2007*, La découverte, pp. 61-64. Et aussi : PLIHON D. (2006), « l'illusion du patriotisme économique dans une économie globalisée », *Revue Internationale et Stratégique*, vol. 3, n° 63, pp. 109-112.

⁵ Selon F. MORIN, « Le problème n'est pas finalement tant celui du manque de fonds propres que celui du manque d'investisseurs en fonds propres » (op.cit. p. 42).

⁶ Les Investisseurs institutionnels français étant généralement dans la même logique.

salarié serait d'avantage à même de prendre en compte les éléments nationaux et patrimoniaux. Un récent rapport parlementaire¹ estime ainsi que 20 % des sociétés du SBF 120 seraient particulièrement vulnérables à une OPA². En revanche, certaines sociétés seraient protégées, notamment celles « dont la part de l'actionnariat des salariés et des dirigeants est supérieure à 15 %³ ». Ce dernier cas de figure concerne cependant un nombre restreint de sociétés, la part du capital des entreprises du CAC 40 détenues par les salariés stagnant autour de 3 %. Mais comme les autres formes de dispositifs anti-OPA⁴ peuvent difficilement être étendues aux entreprises dont le capital est très dispersé, l'actionnariat salarié apparaît alors comme le dispositif le plus compatible avec la financiarisation.

Ce débat a pris la forme, à la fin des années quatre-vingt dix, d'une discussion sur l'introduction d'un système d'épargne retraite obligatoire dans le but d'assurer à la fois le financement des pensions et de doter l'économie française d'une épargne longue investie en actions⁵. Le projet de « fonds de pension à la française » ayant fait long feu, c'est maintenant sur l'épargne salariale et en particulier l'actionnariat salarié que repose la lourde tâche de « reconquérir une partie de fonds propres de nos entreprises⁶ ». Les pouvoirs publics viennent ainsi de prendre une série de mesures destinées à encourager l'actionnariat des salariés : relèvement du plafond d'abondement, création des Plans d'Attribution Gratuite d'Actions (PAGA, dont le montant des titres distribuées sont déductibles pour l'entreprise), création d'un dividende du travail payable directement en actions, possibilité de céder aux salariés les actions détenues en propres aux mêmes conditions que les augmentations de capital (décote jusqu'à 20 %, déductibilité)...

Quelque soit l'objectif avancé, enracinement ou patriotisme économique, l'actionnariat salarié s'inscrit effectivement dans une stratégie de contrôle du capital de l'entreprise. Celle-ci est non seulement encouragée par les exonérations fiscales et sociales accordées par les pouvoirs publics,

¹ GAUDIN C. (2007), *la notion de centre de décision économique et les conséquences qui s'attachent, en ce domaine, à l'attractivité du territoire national*, Rapport d'information du Sénat, n° 347, 362 p.

² Accor, Air Liquide, Altran Technologies, Atos Origin, Bourbon, Business Objects, CGGVeritas, Compagnie de Saint-Gobain, Danone, Dexia, Ipsos, Lafarge, Néopost, Rhodia, Schneider Electric, Scor, Société Générale, Soitec, Technip, Téléperformance, Thomson, Valéo, Vallourec et Vivendi.

³ Ibid.

⁴ Statut de Société en commandite, dispositions légales, présence de l'Etat au capital, ou actionnariat de référence...

⁵ DAVANNE O., LORENZI J-H. et MORIN F. (1998), *Retraites et épargne*, Rapport du CAE, La Documentation Française, 230 p.

⁶ BALLIGAND J-P, FOUCAULD J-B, HANOTAUX P. (2000), op.cit. Les auteurs reconnaissent « que l'épargne salariale ne pourra, seule, répondre à cet objectif ambitieux, mais seulement y contribuer. La solution aux fonds propres de nos entreprises cotées, passe donc également par d'autres voies financières et européennes : la réorientation des placements des compagnies d'assurances vers davantage d'actions, est sans doute la solution la plus directe et la plus efficace ».

mais aussi par le contrôle qu'exercent *de facto* les directions d'entreprise sur les sommes issues de l'épargne salariale.

Sous-section 1.2 - Des salariés largement exclus du contrôle de l'épargne salariale (une épargne patronale ?)

Initialement, le concept d'épargne salariale suppose que les salariés sont propriétaires des sommes placées et puissent contrôler leur affectation et exercer le cas échéants, les droits patrimoniaux attachés aux actifs détenus via cette épargne. Dans les faits, les droits des épargnants salariés sont très limités, essentiellement en raison du pouvoir important des directions d'entreprise et des sociétés gestionnaires de l'épargne salariale. En utilisant les incitations financières (abondement, décote), et les l'offre de placement, les entreprises peuvent orienter fortement les flux d'épargne salariale vers l'actionnariat salarié. Qui plus est pendant, la période d'indisponibilité de ces fonds, elles conservent généralement la maîtrise des droits de vote attachés à l'actionnariat salarié. La question se pose alors de savoir, si cette épargne n'est pas plus « patronale » que « salariale »...

1.2.1 - La direction de l'entreprise a la faculté d'orienter l'épargne salariale

Compte tenu des spécificités des dispositifs d'épargne salariale, les salariés ne maîtrisent pas véritablement les sommes qui leur sont octroyées via la participation ou l'intéressement. Dans les faits, les délais de blocages réduisent leur marge de manœuvre, de même que l'entreprise conserve la haute main sur l'offre de placement et les diverses incitations financières afférentes. La direction de l'entreprise est donc en mesure d'orienter les flux d'épargne salariale via l'actionnariat des salariés.

A) Une épargne bloquée indisponible pour les salariés

Comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises, en France, l'épargne salariale présente la particularité d'être indisponible pendant un certains temps, en contrepartie d'avantages fiscaux.

Ainsi, la participation, les primes d'intéressement versées sur un PEE, comme les titres d'entreprises acquis via ce même PEE sont indisponibles pendant cinq années¹. Les sommes versées au titre de l'épargne salariale sont donc, dans une large mesure, une épargne captive, même si les pouvoirs publics ont de plus en plus tendance à favoriser les possibilités de déblocages anticipés.

Concrètement, cette indisponibilité implique que le salarié place son épargne salariale sur des dispositifs d'épargne en entreprise (CCB, FCPE, SICAV ou titres de l'entreprise). Durant la période d'indisponibilité de cinq années, la seule marge de manœuvre du salarié consiste à changer la répartition de son actif entre les différents placements offerts par l'entreprise. Celle-ci dispose alors de la possibilité d'orienter l'épargne salariale, en restreignant ou en sélectionnant les types de placements proposés aux salariés.

B) Une offre de placement décidée par la direction

Nous l'avons vu, les placements offerts par l'entreprise sont au nombre de trois : les CCB (seulement pour la participation), les OPCVM (Sicav et FCPE) et les titres de l'entreprise.

Pendant longtemps, aucune obligation particulière n'était imposée aux entreprises dans l'offre de placement. Ainsi, rien n'empêchait de n'offrir aux salariés qu'un unique dispositif de placement, souvent d'actionnariat salarié. Cependant, progressivement, le législateur est intervenu pour favoriser certains types de placement (les PEE et les FCPE via l'ordonnance de 1986), puis pour obliger les entreprises à proposer certains placements (les fonds diversifiés et les fonds solidaires, via la loi de 2001, ou la diversification des placements du PERCO en 2003). Ceci a abouti à une transformation de la structure de l'épargne salariale, au détriment des CCB, mais à l'avantage des OPCVM.

Malgré ces mesures, l'actionnariat salarié, bien qu'il constitue un placement particulièrement risqué pour le salarié, ne semble pas avoir été particulièrement touché. Une des explications, réside notamment dans le développement d'une politique d'abondement qui permet d'inciter financièrement les salariés à opter pour certains types de placements.

¹ Les primes d'intéressement peuvent être perçues directement par les salariés. Ainsi, en 2004, environ 60 % des primes d'intéressement ont été perçues immédiatement par les salariés. Cependant, l'épargne salariale attire aussi des versements volontaires des salariés (à hauteur de 1,9 milliards d'Euros en 2004) qui sont soumis à la même durée d'indisponibilité.

C) La politique d'abondement et de décote utilisée comme une incitation à l'actionnariat salarié

Les entreprises peuvent compléter les versements des salariés sur un PEE, par un abondement. Celui-ci peut être modulé selon les différents types de placements, ce qui permet à l'entreprise d'inciter les salariés à privilégier les placements dans tel ou tel dispositif. Ainsi, l'entreprise peut très bien décider de n'offrir un abondement que pour le fond d'actionnariat salarié, ou d'offrir un taux d'abondement plus élevé pour ce fond. Ce point est important, car l'abondement peut être un élément déterminant dans le choix de placement du salarié : en effet, il peut représenter jusqu'à 300 % des versements effectués par le salarié. Par ailleurs, l'abondement des fonds investis en titres de l'entreprise est particulièrement encouragé par la législation française qui autorise un plafond d'abondement plus élevé lorsque les salariés investissent en titres de l'entreprise. En 2007, celui-ci peut en effet atteindre 4 634 € par an et par salarié, contre 2 574 € pour les seuls placements diversifiés. Par ailleurs, l'abondement de l'entreprise dans le cas d'achat de titres de l'entreprise peut prendre la forme d'attribution d'actions gratuites.

L'entreprise peut ainsi, respecter les règles légales en matière de diversification, en proposant par exemple un certain nombre de fonds, tout en n'abondant qu'un seul d'entre eux, ou en abondant d'avantage certains d'entre eux. Par ailleurs, la politique d'abondement est très largement déterminée discrétionnairement par l'entreprise. Celle-ci peut faire l'objet d'une négociation formelle, mais compte tenu de la possibilité de conclure des accords minoritaires ou de la possibilité d'instituer unilatéralement le règlement du PEE, l'entreprise reste largement maîtresse de la politique d'abondement. Les entreprises semblent d'ailleurs avoir bien saisi l'intérêt de l'abondement, puisque, selon la DARES, le nombre de salariés bénéficiant d'un abondement a progressé de plus de 42 % entre 1999 et 2004, soit le rythme d'accroissement le plus élevé de tous les dispositifs d'épargne salariale.

Par ailleurs, l'incitation financière de l'abondement est accrue par la décote sur le prix d'achat des titres de l'entreprise accordée dans le cadre d'une souscription à une augmentation de capital réservée aux salariés ou d'acquisition d'actions via un PEE. Dans ce cadre, l'entreprise peut, en effet, accorder une décote pouvant s'élever jusqu'à 20 % du prix de cotation du titre. Cette décote se cumule alors à l'abondement (dans la limite d'un certain plafond) rendant ainsi le placement de l'épargne salariale en titres « maison » particulièrement attractif financièrement.

On le voit, la direction de l'entreprise conserve la possibilité d'orienter les sommes versées aux titre de l'épargne salariale vers les placements de son choix et plus particulièrement vers les fonds d'actionnariat salarié. Une telle utilisation de la politique d'abondement est ainsi utilisée de longue date au sein de la Société Générale.

1.2.2 - La direction contrôle les droits de vote attachés à l'actionnariat salarié

Comme nous l'avons vu (chapitre II), l'essentiel de l'actionnariat salarié est intermédié via des OPCVM d'épargne salariale, principalement des FCPE mais aussi des SICAV. Cette intermédiation permet théoriquement de concentrer l'épargne des salariés et de leur donner un pouvoir accru. Mais dans les faits, l'intermédiation aboutit à limiter le contrôle effectif que les salariés peuvent exercer sur leur fonds d'épargne investis en titre de l'entreprise. La gestion du fond est assurée par des sociétés de gestion (en France, ce sont souvent des filiales de grandes banques), tandis que sa gouvernance est assurée par un Conseil de Surveillance (FCPE) ou un Conseil d'administration (SICAV) au sein desquels la direction de l'entreprise est pratiquement toujours représentée de manière significative.

A) Les FCPE d'actionnariat salarié

La législation distingue en effet deux types de FCPE : les Fonds diversifiés (dont moins du tiers de l'actif est investi en titres de l'entreprise¹) et les Fonds d'actionnariat salarié (dont plus du tiers de l'actif est investi en titres de l'entreprise²). Selon la nature du fonds, les droits de vote attachés aux titres détenus pourront être exercés collectivement par le conseil de surveillance ou individuellement par les porteurs de parts.

Dans les fonds d'actionnariat salarié, la loi prévoit deux modalités de composition du conseil de surveillance (CS):

- soit intégralement composé de représentant des porteurs de parts, élus par les autres porteurs de parts.

¹ Ces fonds sont régis par l'art. L. 214-39 du code monétaire et financier.

² Ces fonds sont régis par l'art. L. 214-40 du code monétaire et financier.

- soit composé à la fois de représentants des porteurs de parts, eux même porteurs de parts et, pour moitié au plus de représentants de l'entreprise. Dans ce cas, les représentants des porteurs de part peuvent être élus parmi les porteurs de parts, ou bien désignés par le comité d'entreprise.

Comme la composition du CS est fixée dans le règlement du fond, on devine le pouvoir dont dispose la direction de l'entreprise pour s'assurer de sa représentation la plus satisfaisante. Par ailleurs, les droits de vote peuvent être exercés collectivement par le CS ou bien individuellement par les porteurs de part (seulement dans le cas d'une représentation paritaire). Dans le premier cas, l'exercice des droits de vote doit généralement tenir compte des représentants de la direction, à moins que le CS soit intégralement composés de porteurs de parts. Néanmoins, les représentants des salariés porteurs de parts sont souvent issus de l'encadrement, et sont souvent, de par leur position dans la structure de gouvernance de l'entreprise comme de par leur capacité d'épargne importante, plus enclins « à reconnaître comme légitimes les règles de gestion imposées par le capital »¹. Tandis que dans le cas d'exercice individuel, le poids des actionnaires salariés est d'autant plus faible que les porteurs de parts peuvent opter pour des votes différents ou ne pas participer aux AG². La composition du CS du FCPE est d'autant plus décisive que **lors d'une OPA ou d'une OPE, c'est le conseil de surveillance qui décide si de l'apport des titres**, même si le règlement du fond peut préciser les cas où il doit demander l'avis préalable des porteurs.

Un cas particulier peut encore survenir dans le cas de FCPE d'actionnariat salarié à effet levier et/ou à capital garanti. Ces fonds qui peuvent être investis en titres de l'entreprise sont assortis de dispositifs permettant d'accroître le rendement des actifs par un emprunt souscrit auprès d'un établissement de crédit et de garantir le capital voir le rendement des placements. Ce dispositif est ainsi financièrement avantageux pour le salarié, d'autant qu'il lui permet de limiter le risque associé à de tels placements. Cependant, dans ce cadre, le pouvoir de gestion et l'exercice des

¹ Néanmoins, les représentants des salariés porteurs de part sont souvent issus de l'encadrement, et sont souvent, de par leur position dans la structure de gouvernance de l'entreprise comme de par leur capacité d'épargne importante, « les plus enclins à reconnaître comme légitimes les règles de gestion imposées par le capital » (LORDON F. (2002), « les sophismes de l'épargne salariale », *La Pensée*, Février, p. 7)

² Une étude portant sur des entreprises françaises confirme cette hypothèse (GHARBI H. (2006), « l'actionnariat salarié : un tremplin à l'enracinement managérial », *XV^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique*, Annecy/Genève, 13-16 juin, 31 p.). L'auteur met en évidence que l'actionnariat salarié sert plus souvent l'enracinement du dirigeant (via un cumul des mandats) lorsque celui-ci est intermédié par des FCPE, que lorsque les salariés détiennent individuellement (au nominatif).

droits de vote appartient à la société de gestion qui garantit les performances. Les salariés sont alors à nouveau exclus du contrôle de leur épargne.

B) Les FCPE diversifiés

Les fonds diversifiés, peuvent aussi servir de support à l'actionnariat salarié, mais dans la limite du tiers de leur actif. Dans ces fonds, le conseil de surveillance doit aussi être constitué de représentants des porteurs de parts, eux-mêmes porteurs de parts¹, et pour moitié au plus de représentants de la direction². Cependant, les droits de vote ne peuvent être exercés que collectivement, soit par le CS (ou l'on retrouve les représentants de la direction), soit être délégués à la société de gestion.

C) Les SICAVAS

Lorsque l'épargne salariale est investie en titre de SICAV investies uniquement en titres de l'entreprise (SICAVAS³), le fonctionnement est un peu différent. En effet, les salariés sont en fait actionnaires de la SICAVAS qui détient des titres de l'entreprise. Sa gouvernance est assurée par un Conseil d'administration. Les droits de vote sont évidemment exercés par la direction de la SICAV au nom des actionnaires. Dans le cadre de notre problématique, la SICAVAS présente un intérêt supplémentaire par rapport au FCPE : ses statuts⁴ ne sont soumis à aucune obligation en matière de composition du Conseil d'administration. Par ailleurs, les statuts peuvent tout à fait prévoir la possibilité de bloquer l'achat ou la vente de titres (de la SICAVAS). Ainsi, en cas d'OPA hostile, si la direction de l'entreprise cible contrôle la SICAV d'actionnariat salarié, elle peut empêcher les salariés de vendre leurs titres. C'est ce qui s'est passé en mars 2007, au sein de la société Eiffage, menacée par une prise de contrôle d'un de ses actionnaires minoritaires (le groupe espagnol Sacyr, qui détenait 32,4 % du capital). Via une SICAVAS, les salariés d'Eiffage détenaient près de 20 % du capital. Pour éviter que ceux-ci puissent apporter leurs titres à une

¹ Ceux-ci peuvent être élus ou désignés par le Comité d'entreprise.

² Cette règle est valable pour les fonds dédiés à une entreprise, c'est à dire n'accueillant les versements des salariés d'une société ou d'un seul groupe de sociétés. Lorsque le fond accueille les avoirs de salariés de différentes entreprises (FCPE multi-entreprises), le CS est alors composé exclusivement des représentants des porteurs de parts des différentes sociétés. Pour autant ceci ne se traduit pas forcément par un pouvoir efficace transmis aux salariés porteurs de parts : en effet, l'ensemble des entreprises doit être directement représenté dans les CS des fonds multi-entreprises, « ce qui conduit à des conseils de surveillance de plusieurs centaines de membres, et se traduit dans la pratique par de très grandes difficultés à réunir le quorum généralement fixé à 10 % des membres » (Rapport d'activité du Comité Intersyndical de l'Epargne Salariale (2006), p. 17.)

³ Société d'Investissement à Capital Variable d'Actionnariat Salarié.

⁴ Qui ne sont pas soumis aux règles et à l'approbation de l'AMF, contrairement au règlement d'un FCPE.

OPA de Sacyr, la direction d'Eiffage qui contrôlait le CA a bloqué les sorties de la SICAVAS. Il a fallu la protestation unanime des organisations syndicales, pour que la direction fasse marche arrière¹.

En revanche dans la cadre d'un FCPE d'actionnariat salarié, les salariés détiennent en fait des parts du FCPE qui est investi en titres de l'entreprise. Les titres sont gérés par une société de gestion indépendante. Une fois expiré les délais légaux de blocage, ou dans le cas de déblocage anticipés, lorsqu'ils désirent vendre des actions, les salariés s'adressent directement au gestionnaire du fonds qui ne peut pas juridiquement refuser de céder des actions².

Si la gestion de l'actionnariat salarié via une SICAV représente la forme la plus aboutie de contrôle de l'épargne salariale par les dirigeants, le pouvoir des actionnaires salariés est aussi considérablement limité dans le cadre d'un FCPE. L'intermédiation de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié via des OPCVM, permet ainsi de renforcer le contrôle des dirigeants sur ces fonds.

1.2.3 - La direction de l'entreprise garde le contrôle des fonds d'épargne salariale

L'intermédiation de l'épargne salariale via des FCPE ou des SICAVAS, « maintient ainsi les salariés dans une position structurellement passive, tant à l'égard de l'employeur qu'à l'égard des intermédiaires financiers³ ». La logique des FCPE et des SICAVAS rejoint ainsi celle des *trustes* des fonds de pension nord américains, dans la plupart desquels l'employeur conserve la gestion effective de l'épargne des salariés. Certes, le pouvoir des directions d'entreprise est lui aussi tempéré par l'intermédiation des sociétés de gestion qui vont prioritairement chercher à garantir le rendement de l'épargne qui leur est confiée. Cependant, en France, les principaux

¹ « Les syndicats d'Eiffage protestent contre le blocage de l'épargne salariale », *le Monde*, 3 Avril 2007.

² Pour que les salariés puissent récupérer leurs avoirs majorés des éventuels dividendes et plus values, ceux-ci doivent en fait vendre leurs parts de FCPE. L'organisme gestionnaire du Fonds, leur rachète leur part en procédant à la vente de la valeur des titres de l'entreprise équivalant à celle des avoirs individuels du salarié.

³ MONTAGE S. (2006), « Le trust, fondement juridique du capitalisme patrimonial », *Recherches & Régulation Working Papers*, n° 2006-3, p. 5.

gestionnaires des fonds d'épargne salariale sont des filiales de grands groupes bancaires¹, qui n'ont aucun intérêt à intervenir dans la gouvernance de la firme afin de ne pas entrer en conflit avec les directions d'entreprises qui pourraient, à leur tour, leur nuire en imitant leur attitude ou encore en interrompant des relations d'affaires². C'est pourquoi on peut considérer, comme Lucy ApRoberts³, que nous sommes plus en présence d'une « épargne patronale » que d'une véritable épargne salariale.

En fait, l'épargne salariale permet de faire « d'une pierre trois coups⁴ » : 1) elle permet évidemment de distribuer aux salariés une partie des flux de trésorerie à des conditions avantageuses 2) sans remettre en cause l'objectif de maximisation de la valeur pour l'actionnaire, 3) tout en permettant à la direction de l'entreprise de conserver le contrôle des sommes distribuées au titre de l'épargne salariale.

1.2.4 - Le pouvoir limité des actionnaires salariés en matière de gouvernance.

Mais certains voient dans l'épargne salariale, plus qu'un simple dispositif anti-OPA. Le pouvoir acquis par les salariés actionnaires et les salariés épargnants pourrait favoriser « un développement économique durable plutôt que la course aux rendements financiers⁵ ». Pour ce faire, l'épargne salariale devrait veiller à s'investir dans des entreprises « socialement responsables ». Dans cette optique, la loi de 2001 a ouvert la possibilité pour les salariés d'investir dans des fonds « solidaires » ; de même, certaines organisations syndicales françaises ont constitué un Comité Intersyndical de l'Epargne Salariale (CIES), chargé de « labelliser » les fonds proposés par les sociétés de gestion.

¹ Au 31 décembre 2006, 5 sociétés géraient plus de 77 % des 82 milliards d'Euros d'actifs d'épargne salariale. Dans ce marché très concentré, sur les cinq premières sociétés, 4 sont des banques ou des filiales de groupe bancaire françaises : Natexis-Banques Populaires (20 % des actifs), Crédit Agricole (19 %), Société Générale Asset Management (15 %), AXA (12%), BNP (11%).

² BRABET J. (2002), « la main visible des investisseurs institutionnels », *Revue Française de Gestion*, Vol. 28, n° 141, p. 208.

³ ApRoberts L. (2000), *Les retraites aux Etats-Unis, sécurité sociale et fonds de pension*, éditions la dispute, 359 p.

⁴ Il faut garder à l'esprit, que le salaire ne présente pas de tels avantages. En effet, le versement des salaires doit s'effectuer régulièrement et dans des délais très courts, et qui plus est, le salarié en a la disponibilité immédiate. Si l'entreprise veut que les liquidités versées sous forme de salaire refluent vers elle elle doit, soit lui vendre des biens et services, soit attirer son épargne comme n'importe quel investisseur.

⁵ BALLIGAND J-P, FOUCAULD J-B, HANOTAUX P. (2000), *op.cit*, p 41.

La question renvoie à la position des salariés actionnaires : voient-ils l'actionnariat comme un mode de placement financier ou comme un moyen d'influencer la gouvernance de leur entreprise ? L'étude de référence de J. L. FRENCH¹ avait montré que les salariés actionnaires étaient essentiellement dans une optique de placement financier et n'usaient du pouvoir que leur conféraient leurs actions que lorsque les rendements baissaient... soit exactement comme le ferait un actionnaire classique. Le pouvoir institutionnel des actionnaires salariés tient à leur statut d'actionnaires (droits de vote en AG, propositions de résolution) et d'épargnants (conseil de surveillance des fonds). Dans certaines entreprises, ceux-ci peuvent être représentés au conseil de surveillance ou au conseil d'administration. La loi incite d'ailleurs les entreprises dont plus de 3 % du capital est détenu par les salariés à proposer à l'AG de nommer un représentant des salariés actionnaires au CA, et les entreprises françaises privatisées comptent déjà des représentants des salariés dans leur CA². Pour autant, une telle représentation n'est pas nécessairement un gage d'efficacité et de triomphe de « l'entreprise socialement responsable³ », d'autant plus que le statut d'administrateur pose lui-même des problèmes pratiques⁴ : un administrateur même issu des salariés actionnaires doit-il représenter l'intérêt social de l'entreprise ou bien les intérêts particuliers ? Et quels intérêts défendra-t-il prioritairement, celui des actionnaires ou celui des salariés ? D'ailleurs, l'administrateur étant tenu au secret, il ne doit pas rendre compte à ses mandants des débats du conseil, ce qui laisse intacte la question de la transparence dont seraient vecteur les administrateurs salariés⁵.

Les politiques publiques ne sont pas non plus nécessairement cohérentes. Bien qu'elles incitent aux placements « solidaires » dans le cadre du PERCO, elles n'ont cessé de prendre des mesures

¹ FRENCH J. L. (1987), "employee perspectives on stock ownership: financial investment or mechanism of control ?", *Academy of management Review*, vol. 12, n° 3, pp. 427-435.

² En effet, la loi de 1986 relatives aux privatisations, obligeait les entreprises privatisées à octroyer des sièges dans leurs organes de directions à des représentants des salariés élus.

³ Il convient de souligner que la notion même de Responsabilité Sociale de l'Entreprise (RSE) demeure ambiguë voire floue. Celle-ci met en avant les intérêts des *stakeholders*, catégorie dans laquelle les salariés ne sont qu'une des parties prenantes (au côté des actionnaires, des clients, des fournisseurs, des sous-traitants... et des ONG). Plutôt que de faire émerger un intérêt social qui transcenderait les intérêts particuliers aux diverses parties prenantes, la RSE conduit plutôt « à mettre en opposition les différents *stakeholders*, ou plus exactement à mettre à jour leurs injonctions contradictoires³ ». Les salariés se retrouvent ainsi tiraillés entre ces différents intérêts éthiques : ils doivent « être efficaces pour fidéliser les clients et l'actionnaire », ils doivent « accepter une plus faible augmentation de rémunération parce que l'entreprise réalise des investissements pour rendre plus propres ses procédés de production »... Au final, « la mise en œuvre de la RSE conduit à dépolitiser la relation salariale en faisant des contraintes qui pèsent sur le salarié le fruit d'une simple relation horizontale entre acteurs pour ainsi dire de même niveau » (POSTEL N., ROUSSEAU S. et SOBEL R. (2006), « la « responsabilité sociale et environnementale des entreprises » : une reconfiguration potentielle du rapport salarial fordiste ? », *Economie Appliquée*, tome LIX, n° 4, p. 95).

⁴ LEVY-LANG A. (2005), "Actionnariat salarié : pouvoir ou patrimoine ?", *Le figaro –entreprises*, n° 18850, Lundi 14 mars, p. 11

⁵ Sur ces questions le lecteur trouvera un témoignage intéressant et réaliste sur le pouvoir des salariés au sein d'un CA dans : ALANCHE P. (2007), « un salarié au conseil d'administration », *Alternatives Economiques*, n° 264, pp. 74-75.

aboutissant à orienter l'épargne salariale vers les placements financiers (FCPE) au détriment de dispositifs comme les CCB qui étaient investis dans l'entreprise...

D'ailleurs, en termes de participation à la gouvernance, l'actionnariat salarié est loin d'être la panacée. Si les pouvoirs publics ont accordé de nombreux avantages financiers aux salariés achetant des titres de leur entreprise, les mesures favorables à l'exercice d'un véritable pouvoir sont beaucoup plus restreintes. Seule existe l'obligation de proposer à l'AG la nomination d'un administrateur représentant des salariés actionnaire dès lors que ceux-ci détiennent au moins 3 % du capital.

En fait, contrairement à ce qu'affirment les promoteurs de l'actionnariat salarié, il existe dans la législation française d'autres leviers de contrôle, certes limités, mais finalement plus importants que ceux de l'actionnariat salarié et, surtout, qui passent par la médiation du salariat et non par la détention de titres de propriété. Citons, par exemple, le cas de entreprises privatisées qui ont eut l'obligation de nommer des représentants (souvent élus) des salariés dans leurs organes de direction. Il faut aussi signaler que, depuis 2001 et la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE), les Comités d'Entreprise (CE) ont vu leur pouvoir étendu en ce qui concerne la gouvernance de la firme. En effet, le CE peut demander en justice la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée générale des actionnaires en cas d'urgence. Il peut également requérir l'inscription de projets et de résolutions à l'ordre du jour des assemblées. Enfin, deux membres du comité d'entreprise, désigné par le comité d'entreprise et appartenant l'un à la catégorie des cadres techniciens et agents de maîtrise, l'autre à la catégorie des employés et ouvriers, peuvent assister aux assemblées générales où ils doivent, à leur demande, être entendus lors de toutes délibérations requérant l'unanimité des associés¹.

En fait, la vision qui fait de l'actionnariat salarié le vecteur principal de représentation des salariés dans les organes de direction de l'entreprise émane à l'origine d'auteurs issus du monde anglo-saxon, où les équivalents des comités d'entreprise (sans parler de la cogestion allemande) sont très rares. Dans ce cadre, le seul moyen d'octroyer une représentation aux salariés semble devoir passer par l'actionnariat. Il ne nous semble pas que ce point de vue soit pertinent pour les pays d'Europe continentale.

¹Art. L. 432-6-1 du code du travail

Les dirigeants gardent donc la haute main sur l'ensemble du processus d'orientation de l'épargne salariale, de l'offre de placement, en passant par les incitations financières, jusqu'aux droits de vote attachés à l'actionnariat salarié. Le fait que l'épargne salariale et l'actionnariat salarié soient très largement sous le contrôle des dirigeants conduit évidemment à supposer que ces rémunérations nuisent aux intérêts des actionnaires. Cependant, si l'actionnariat salarié permet de limiter le contrôle des actionnaires sur le dirigeant, il n'est pas nécessairement défavorable à la création de valeur actionnariale.

Sous-section 1.3 - L'actionnariat salarié ne s'oppose pas à la création de valeur pour l'actionnaire

L'utilisation de l'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié comme un dispositif anti-OPA peut servir la stratégie d'enracinement du dirigeant. En théorie, celle-ci doit se traduire par un effet négatif sur la richesse des actionnaires, justifiant une réaction hostile de la part des investisseurs. En fait, la mise en place d'un actionnariat salarié dans une perspective défensive n'est pas forcément pénalisante pour les actionnaires. Cela va dépendre essentiellement de la structure du capital de la société (capital contrôlé ou dispersé). Dans certains cas, cela peut même se traduire par un accroissement de la richesse des actionnaires (renchérissement des offres d'achat).

1.3.1 - La réaction des investisseurs est liée au contexte de mise en place de l'actionnariat salarié

La plupart des études montrent qu'à l'annonce de l'introduction d'un plan d'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié, le cours du titre tend à connaître des variations à la hausse¹. En fait, S. CHANG² montre que la réaction des actionnaires, mesurée par la variation du cours

¹ Voir notamment, CHANG S. (1990), "Employee stock ownership plans and shareholder wealth : an empirical investigation", *Financial Management*, vol. 19, pp. 48-58 ;
DAVIDSON W. et WORELL D. (1994), "A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance", *Akron Business and Economic Review*, Vol. 21, pp. 7-19 ;
BEATTY A. (1995), "the cash flow and informational effects of employee stock ownership plans", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 211-240.

² CHANG S. (1990), op.cit.

de bourse de 165 entreprises américaines, va dépendre du contexte du plan d'actionnariat des salariés¹ : lorsque celui-ci est mis en place dans le cadre d'un LBO² ou de concessions salariales, le cours du titre s'apprécie positivement. En revanche, lorsque le plan d'actionnariat des salariés est instauré dans le contexte d'une prise de contrôle hostile, alors le cours du titre a tendance à chuter, les investisseurs redoutant une stratégie de pilule empoisonnée ou d'enracinement des dirigeants. S. CHANG interprète ces résultats comme étant la preuve que les plans d'actionnariat salarié sont généralement favorables à la création de valeur pour l'actionnaire, en raison de leur traitement fiscal favorable et d'éventuelles réductions des coûts d'agence, sauf lorsqu'ils présentent le risque d'un enracinement du management.

Justement, dans une étude ultérieure, Seong CHANG et David MAYERS³, précisent que l'effet de l'introduction d'un plan d'actionnariat salarié sur la richesse des actionnaires dépend étroitement de la part du capital contrôlée initialement par le dirigeant : lorsqu'à la mise en place de l'actionnariat salarié, le dirigeant contrôle entre 10 et 20 % du capital, l'action de l'entreprise enregistre des performances anormalement positives. En dessous et au delà de ce seuil, les entreprises n'enregistrent aucune performances durables, et subissent même des contre performances lorsque les dirigeants contrôlent plus de 40 % des titres.

Anne BEATTY⁴ met en évidence que les actionnaires réagissent généralement positivement à l'annonce d'un plan d'actionnariat salarié, en revanche, lorsque ceux-ci sont introduits pour se défendre contre un risque ou une tentative de prise de contrôle, ils se traduisent généralement par une baisse du cours de l'action. Lili GORDON et John POUND⁵ montrent, quant à eux, que les plans d'actionnariat salarié mis en place dans l'objectif implicite ou explicite de contrer une acquisition hostile, se traduisent généralement par une baisse du cours de bourse de l'ordre de 4,5 %. En revanche lorsque les plans prévoient des dispositifs limitant ce risque, comme l'attribution d'actions sans droit de vote, la réaction des investisseurs est plutôt favorable, le titre s'accroissant en moyenne de 2,2 %.

¹ Il s'agit ici du dispositif spécifique d'ESOP.

² Leverage Buy Out ou opération à effet levier. Elle consiste à financer un investissement grâce à un très fort endettement.

³ CHANG S. et MAYERS D. (1992), "Managerial vote ownership and shareholder wealth: evidence from stock ownership plans", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, n° 1, pp. 103-131.

⁴ BEATTY A. (1995), "The cash flow and informational effect of employee stock ownership plans", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 211-240.

⁵ À partir de l'étude des variations des cours de bourses de 94 entreprises ayant annoncées la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié entre 1987 et 1989. GORDON L. et POUND J. (1990), "ESOPs and corporate control", *Journals of Financial Economics*, Vol. 27, n° 2, pp. 525-555.

Les effets et surtout les motivations ambiguës de l'actionnariat salarié expliquent peut être pourquoi les firmes françaises qui ont un actionnariat salarié présentent un bêta¹ plus important² : les investisseurs considérant la présence de salariés dans le capital de l'entreprise comme un facteur de risque. En fait, le critère déterminant pour évaluer si l'actionnariat salarié présente des risques pour les actionnaires va être la structure du capital de l'entreprise.

1.3.2 - L'importance de la structure du capital

Pour que l'actionnariat salarié puisse être utilisé comme une arme anti-OPA, il faut qu'il permette de contrôler un niveau significatif du capital. Ce peut être le cas, dans les situations très rares où les salariés sont les actionnaires majoritaires. Plus généralement, le risque d'enracinement intervient quand l'actionnariat salarié permet l'émergence d'un bloc de contrôle mené par le dirigeant de l'entreprise. C'est pourquoi la part du capital contrôlée par les salariés et le dirigeant va être fondamentale dans l'appréciation des investisseurs.

Ainsi, Joseph BLASI, Michael CONTE et Douglas KRUSE³ remarquent que les performances de l'entreprise ne sont pas accrues lorsque la part du capital détenue par les salariés est très supérieure à 5 %. En revanche, les auteurs démontrent que la profitabilité des entreprises ne semble pas affectée par les caractéristiques (éventuelles concessions salariales) et le contexte (prise de contrôle) du plan d'actionnariat salarié. Ce serait donc bien l'importance relative de la part du capital aux mains des salariés qui serait déterminante : si celle-ci doit être suffisamment importante pour permettre de constituer une minorité de blocage susceptible d'empêcher une opération d'acquisition hostile, alors les performances de l'entreprise risquent d'être moins bonnes. En France, H. GHARBI⁴, met en évidence l'importance de la part du capital détenue par les actionnaires salariés : lorsque celle-ci est inférieure à 5 %, elle favorise le cumul des mandats par les dirigeants, et lorsqu'elle est supérieure à 5 % elle est associée à une ancienneté plus importante des dirigeants⁵. En d'autres termes, l'actionnariat des salariés est favorable à

¹ Le bêta mesure le risque spécifique lié à l'investissement dans une firme. C'est un indicateur utilisé dans les formules de sélection d'un investissement, comme la célèbre EVA (cf. chapitre II).

² TREBUCQ S. (2004), "the effects of ESOPs on performance and risk : evidence from France", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 1, n° 4, pp. 81-93.

³ BLASI J, CONTE M. et KRUSE D. (1996), "Employee stock ownership and corporate performance among public companies", *Industrial and labor review*, Vol. 50, n°1, pp. 60-79.

⁴ GHARBI H. (2006), *op.cit.*

⁵ Ce qui peut signifier qu'à partir de ce seuil, les OPA sont moins probables.

l'enracinement des dirigeants, même si celui-ci peut prendre des formes différentes selon la part du capital contrôlé.

Bien entendu, la part du capital détenue par les salariés doit s'apprécier relativement à la structure du capital de la firme. S. PARK et M. SONG¹ ont mis en évidence que les performances des entreprises qui mettent en place un plan d'actionnariat des salariés dépendent de la structure de leur capital : la présence d'un actionnariat de référence (non associé au management) est positivement associée à un accroissement des performances, au contraire des entreprises au capital dispersé. Les auteurs expliquent ce phénomène par le fait que les actionnaires de référence sont en mesure de contrôler plus efficacement les dirigeants et évitent ainsi que l'actionnariat des salariés ne serve une stratégie d'enracinement. Pourtant, S. TREBUCQ² ne parvient pas à mettre en évidence un rôle significatif de l'actionnariat salarié dans entreprises familiales du SBF 250 en termes la création de valeur³. Les entreprises familiales ont d'ores et déjà des performances supérieures aux autres, mais l'actionnariat salarié ne semble pas y contribuer significativement. D'ailleurs, l'auteur observe que l'actionnariat n'y est développé que de manière « opportuniste⁴ », lorsque la part de l'actionnariat familial dans le capital tend à décroître, confirmant ainsi une stratégie d'enracinement visant à maintenir le contrôle familial de l'entreprise.

1.3.3 - L'actionnariat salarié peut accroître la richesse des actionnaires

Pour autant, l'actionnariat salarié en tant qu'arme anti-OPA peut aussi être profitable aux actionnaires. C'est évidemment le cas lorsqu'il existe un actionnaire de référence qui souhaite conserver le contrôle de la société. Mais des investisseurs externes peuvent aussi bénéficier du surcoût d'acquisition provoquée par l'enracinement, qui leur permet ainsi de recevoir une prime plus importante⁵.

¹ PARK S. et SONG M. (1995), op.cit.

² TREBUCQ S. (2002), « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF 250 : un outil de création de valeur ? », *Cahier de recherche du CRECCI*, Bordeaux, n° 2002-04, 29 p.

³ Mesurée par la MVA et l'EVA.

⁴ Op.cit. p. 24.

⁵ DHILLON U. et RAMIREZ G. (1994), "Employee stock ownership and corporate control: an empirical study", *Journal of Banking and finance*, vol. 18, pp. 9-26. BRUNER R. et BROWNLIE R. (1990), "leveraged ESOPs, wealth transfers, and "shareholder neutrality" : the case of Polaroid", *Financial Management*, Vol. 19, n° 1, pp. 59-74.

A partir du cas de l'entreprise Polaroid qui a restructuré son plan d'actionnariat salarié dans un contexte de prise de contrôle hostile, Robert BRUNER et Richard BROWNLEE¹ montrent que loin d'être « neutre pour les actionnaires² », cette opération a au contraire conduit à un accroissement important de la richesse des actionnaires³, tandis que l'opération s'avérait assez peu profitable pour les salariés participant au plan⁴. Les auteurs expliquent ce phénomène, en premier lieu, par l'impact positif des exonérations fiscales afférentes aux plans d'actionnariat salarié dont les contributions de l'entreprise sont déductibles du bénéfice imposable. Ensuite, l'architecture à effet levier du plan a financé par endettement les contributions de l'entreprise, reportant le « coût » de l'opération sur les possesseurs d'obligations de l'entreprise⁵. Par ailleurs, le fait que les salariés aient accepté un prélèvement de 5 % sur leurs salaires pour alimenter le plan d'actionnariat a contribué à limiter encore le coût de l'opération. Enfin, le plan d'actionnariat s'effectuant par rachat d'actions, non seulement il n'y a pas eu de diminution du BPA, mais celui-ci a contribué au mouvement d'appréciation du titre. Les auteurs concluent que loin d'être toujours un arrangement « gagnant-gagnant », le plan d'actionnariat des salariés peut être défavorable à la richesse des *stakeholders* et profiter aux actionnaires.

William PUGH, Sharon OSWALD et John JAHERA⁶ parviennent à des conclusions similaires : les firmes qui adoptent un plan d'actionnariat salarié à effet levier pour contrer une éventuelle prise de contrôle présentent effectivement des performances financières moindres par rapport aux autres entreprises du secteur, à l'exception du ROE qui a tendance à s'accroître, traduisant ainsi un transfert de richesse en faveur des actionnaires⁷. Les auteurs expliquent ce résultat par le fait que les ESOP (*Employee Stock Ownership Plans* – dénomination des plan d'actionnariat salarié aux Etats-Unis) visant à contrer une prise de contrôle sont généralement des ESOP à effet levier, ce qui accroît l'endettement de l'entreprise et favorise alors le rendement des actions. Par ailleurs, dans le cas d'une OPA, les dirigeants qui peuvent s'appuyer sur un ESOP à effet levier

¹ BRUNER R. et BROWNLEE R. (1990), "Leveraged ESOPs, wealth transfers, and "shareholder neutrality" : the case of Polaroid", *Financial Management*, Vol. 19, n° 1, pp. 59-74.

² Comme la direction de l'entreprise l'avait annoncé

³ Les auteurs estiment ainsi que les actionnaires (non salariés) ont vu leur gains s'accroître de 24,69 % suite au plan d'actionnariat.

⁴ La richesse des salariés actionnaires ne s'est accrue que de « 2,8 % » sur la même période, compte tenu du gain retiré de l'appréciation des titres, des versements de l'employeur, mais aussi des concessions salariales acceptées (5 % de leurs salaires prélevés pour alimenter le plan).

⁵ Ces derniers ont vu la valeur de leur titre diminuer de 11 %.

⁶ PUGH W., OSWALD S. et JAHERA J. (2000), "The effect of ESOP adoptions on corporate performance: are there really performance changes?", *Managerial and decision economics*, Vol. 21, n° 5, pp. 167-180.

⁷ op.cit. p.176).

contrôlent généralement une plus grande part du capital et sont en mesure de « faire monter les enchères » et d'accroître ainsi la valeur des titres. De même, analysant les performances économiques de 83 entreprises sur la période 1973-1986, Lisa BORSTADT et Thomas ZWIRLEIN¹ ne trouvent pas d'effet négatif particulier sur les performances à long terme des entreprises ayant mis en place un actionnariat salarié dans une perspective défensive.

Au delà des effets de court terme sur la richesse des actionnaires, l'enracinement des dirigeants peut aussi avoir des effets positifs sur la richesse à moyen long terme. Si on considère qu'un actionnariat salarié significatif est susceptible de réduire la probabilité de prises de contrôle hostile, alors celui-ci peut inciter les dirigeants à prendre des décisions favorisant les investissements à long terme, sans avoir à craindre la sanction des marchés financiers. Les actionnaires peuvent en effet faire preuve de « myopie » en se focalisant sur les performances financières immédiates et négliger la rentabilité des investissements de long terme². Ainsi PUGH, JAHERA et OSWALD³, constatent que les firmes dotées d'un ESOP se caractérisent par une politique d'investissement de long terme, tandis que les firmes qui sont la cible d'OPA ont un endettement plus important et versent des dividendes plus élevés. Cependant, J.E. GAMBLE⁴, parvient à des conclusions différentes en ce qui concerne les dépenses en R&D : la mise en place d'un actionnariat salarié dans une perspective défensive, irait ainsi de pair avec une baisse des dépenses en R&D.

Ainsi, contrairement à aux hypothèses de certaines théories (théorie de l'agence, théorie des droits de propriété) l'actionnariat salarié, même mis en place dans une perspective de protection contre les OPA, n'est pas nécessairement nuisible à la richesse des actionnaires. A l'inverse, il n'est pas non plus forcément plus favorable aux salariés : par exemple, à partir d'un échantillon portant sur des entreprises françaises (appartenant ou pas à l'Indice de l'Actionnariat Salarié⁵), Thierry POULAIN REHM⁶ ne trouve aucun impact significatif d'une politique active

¹ BORSTADT L. et ZWIRLEIN T. (1995), "ESOPs in publicly held companies: evidence on productivity and firm performance", *Journal of financial and strategic decisions*, Vol. 8, n° 1, pp. 1-12.

² AUBERT N. (2003), « Mécanismes d'incitation et implications pour l'organisation de l'actionnariat salarié : revue de la littérature », *Working Paper CEROG*, IAE-Université Aix-Marseille, n° 669, p. 43.

³ PUGH W., JAHERA J. et OSWALD S. (1999), "ESOP's Takeover protection, and corporate decision making", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 23, n° 2, pp. 170-185.

⁴ GAMBLE J.E. (2000), "Management commitment to innovation and ESOP stock concentration", *Journal of Business Venturing*, vol. 15, pp. 433-447.

⁵ Cet indice regroupe des entreprises cotées (appartenant au CAC 40, SBF 120 ou SBF 250), dont l'actionnariat salariés représente plus de 3 % du capital, et dont au moins 25 % des salariés sont actionnaires.

⁶ POULAIN-REHM T. (2006), « l'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ? », *Congrès de l'Association française de Finance*, Université de Poitiers, 26-27 juin, 19 p.

d'actionnariat salarié¹ sur la création de valeur, que celle ci soit actionnariale (mesurée par une approximation de la MVA de la firme) ou partenariale (mesurée par le partage de la valeur ajoutée). Ceci signifie que l'actionnariat salarié s'il n'est pas défavorable aux actionnaires (pas d'effet sur la création de valeur), ne se traduit pas non plus par une modification de la valeur ajoutée au profit des salariés.

Le fait que l'épargne salariale soit majoritairement orientée vers l'actionnariat salarié semble bien s'inscrire dans une stratégie de contrôle du capital en vue de contrer d'éventuelle OPA, que ce soit dans l'intérêt exclusif des dirigeants ou dans une perspective de « patriotisme économique ». En effet, les mécanismes d'épargne salariale sont conçus de telle façon que les dirigeants gardent, dans une large mesure, la faculté d'orienter et contrôler les flux d'épargne salariale et les droits de vote attachés à l'actionnariat salarié. Par ailleurs, si le principe d'un actionnariat salarié mis en place dans le but de se soustraire au marché du contrôle semble réduire le pouvoir des actionnaires, il n'est pas pour autant défavorable à la création de valeur actionnariale. L'actionnariat salarié permet ainsi de répondre tant aux intérêts des investisseurs institutionnels qui recherchent la rentabilité qu'à ceux des dirigeants qui cherchent à développer une stratégie d'enracinement. C'est ce compromis qui semble s'être établi dans de nombreux groupes cotés français qui ont une politique active d'épargne salariale et d'actionnariat salarié.

Section 2 - Se protéger des OPA sans nuire à la création de valeur : le cas de deux groupes français.

L'épargne salariale, lorsqu'elle est orientée vers les fonds d'actionnariat salarié, peut permettre à l'entreprise de contrôler indirectement une partie de son capital, et ainsi décourager les prises de contrôle hostiles. En effet, comme nous venons de le voir, l'entreprise a la capacité d'orienter significativement les sommes distribuées au titre de l'intéressement et de la participation (grâce aux offres de placement, aux politiques d'abondement et de décote) vers des fonds d'actionnariat salarié dont elle contrôle souvent indirectement les droits de vote. Si la majeure partie des

¹ Pour les entreprises pratiquant une politique active d'actionnariat salarié et référencées à l'Indice de l'Actionnariat Salarié.

grandes entreprises françaises ont développé un actionnariat salarié¹, un grand nombre d'entre elles l'ont fait dans une optique de contrôle de leur capital, même si cet objectif peut être couplé avec d'autres (fidélisation...). Les entreprises auront d'autant plus de chance de développer l'épargne salariale dans une optique de contrôle de leur capital lorsque l'actionnariat est très dispersé ou lorsque l'actionnaire de référence ne détient pas la majorité du capital. En fait, un nombre important de sociétés françaises cotées se trouvent dans ce cas de figure, le capitalisme français s'étant profondément transformé ces 20 dernières années, au fil des opérations de privatisation et du débouclage des participations croisées, qui ont contribué à renforcer considérablement le poids des investisseurs externes au détriment de l'Etat et des actionnariats familiaux².

Pour autant, il n'est jamais aisé de d'identifier si le développement d'un actionnariat salarié relève prioritairement d'une volonté de contrôle du capital, les directions évitant généralement d'afficher un tel objectif de crainte de susciter la méfiance des investisseurs³. Lorsque la société a déjà mobilisé ses actionnaires salariés pour contrer un OPA hostile, cela permet d'en déduire que l'actionnariat a effectivement servi à se protéger des acquisitions hostiles. Mais au delà de cette validation « ex-post », la constitution d'un actionnariat salarié défensif, peut être repérée par une série de facteurs : la structure du capital, tout d'abord, qui permet de savoir si l'entreprise risque de faire l'objet d'une prise de contrôle. Mais aussi, la politique d'épargne salariale menée au sein de la société (ou du groupe), qui permet de repérer si l'orientation des flux d'épargne salariale vers les titres de l'entreprise est privilégiée via les offres de placement, la politique d'abondement, ou la pratique régulière d'augmentations de capital réservées aux salariés. Par ailleurs, la politique de l'entreprise en matière d'épargne salariale et d'actionnariat salarié peut évoluer au fil du temps, notamment si la question du contrôle se fait moins prégnante.

Nous avons pu identifier l'utilisation de l'épargne salariale dans une perspective de contrôle du capital dans le cas de deux grands groupes cotés français : le groupe bancaire Société Générale comme le groupe de distribution Casino. Si ces deux groupes opèrent dans des secteurs différents

¹ Selon la Fédération Européenne de l'Actionnariat Salarié (FEAS), parmi les 100 entreprises européennes qui possèdent l'actionnariat salarié le plus développé, 32 sont françaises, 26 anglaises, 10 allemandes, 8 italiennes, 5 suisses, 3 néerlandaises, 3 irlandaises, 3 espagnoles, 2 autrichiennes, 2 finlandaises, 2 belges, 2 suédoises, 1 polonaise et 1 luxembourgeoise. Parmi les entreprises du CAC 40, 15 ont un actionnariat salarié qui dépasse 3 % du capital, 7 franchissent la barre des 5 % (AXA, BNP Paribas, Bouygues, Crédit Agricole, Essilor, Vinci, Société Générale, Saint-Gobain) et une seule (Bouygues) celle des 10 %.

² Notamment lorsque les impératifs de croissance exigent un important financement par augmentation de capital.

³ En revanche comme nous l'avons vu dans la première section de ce chapitre (paragraphe 1.1.6), les pouvoirs publics n'hésitent pas à vanter bruyamment les mérites de l'actionnariat salarié comme instrument de « patriotisme économique ».

et ont suivi des trajectoires différentes, l'un étant une ancienne banque publique privatisée et l'autre ayant longtemps été la propriété de la famille du fondateur Geoffroy Guichard, tous deux ont été confrontés à une ouverture de leur capital telle qu'ils ont fait l'objet de tentatives de prises de contrôle dont l'issue a été très influencée par le poids de l'actionnariat salarié. Pour servir cette stratégie d'enracinement d'un management ou d'un actionnariat familial, ces groupes ont développées une politique d'épargne salariale qui visait clairement à orienter une part importante de la rémunération de leurs salariés vers l'actionnariat de la société. Pour autant, une telle politique d'épargne salariale semble être étroitement liée à la structure du capital, la menace d'une prise de contrôle étant un des ressorts principaux à développer l'actionnariat des salariés. Par ailleurs, quelque soit le poids des salariés dans le capital de ces entreprises françaises, la primauté de la valeur actionnariale ne semble pas remise en cause.

Sous-section 2.1 - La Société Générale : une épargne salariale clairement orientée vers le contrôle du capital

La Société Générale présente un réel intérêt du point de vue de notre problématique. Ancienne banque publique privatisée en 1987, avec la fin du système de cœurs financiers, son capital est désormais très dispersé et fortement pénétré par des investisseurs institutionnels étrangers¹. Depuis la privatisation, le groupe a développé une politique d'épargne salariale massivement orientée vers l'actionnariat salarié, ce qui a abouti à faire des salariés le premier groupe d'actionnaires de la société². Nous verrons que ces deux éléments, dispersion du capital et développement de l'actionnariat salarié, sont liés. En effet, la dispersion de son actionnariat a rendu la Société Générale particulièrement vulnérable à d'éventuelles prises de contrôle. Elle a ainsi subi deux tentatives majeures en 1988 et en 1999, lors desquelles, le fort actionnariat salarié a joué un rôle important pour préserver l'indépendance du groupe. L'orientation de l'épargne salariale des salariés français et étrangers du groupe vers l'actionnariat de la société mère constitue ainsi un élément clef de contrôle du capital et de la stratégie d'enracinement des dirigeants.

¹ Depuis 2003, la majorité du capital est détenue par des investisseurs étrangers.

² Fin 2007, ceux-ci détenaient 7 % du capital et 11,5 % des droits de vote.

2.1.1 - Le Groupe Société Générale : une épargne salariale massivement orientée vers les augmentations de capital

La Société Générale a mis en œuvre une importante politique d'épargne salariale qui s'est appuyée sur le développement de l'intéressement et sur l'abondement avantageux des fonds d'actionnariat salarié. En étendant progressivement le bénéfice de ces dispositifs aux salariés de ses filiales françaises puis étrangères, elle a pu régulièrement drainer une part non négligeable des rémunérations vers les opérations de souscription d'actions de la société.

A) Une politique salariale qui privilégie l'intéressement et l'abondement

La Société Générale a largement développé l'épargne salariale. En premier lieu, les primes d'intéressement et de participation (appelées « rémunération financière ») représentent une part non négligeable de la rémunération des salariés (9 % en moyenne en 2006)¹. A cette « rémunération financière » s'ajoute une part variable individualisée importante puisque représentant en moyenne 14 % de la rémunération d'un salarié². Ces pratiques régulières sont parfois complétées par des primes exceptionnelles. Ainsi au cours de l'année 2005, les salariés ont pu bénéficier d'une prime exceptionnelle de 23 % du salaire mensuel brut de base (comprise entre 350 € et 1 050 €) puis d'une prime exceptionnelle de 150 € et enfin d'une prime exceptionnelle d'intéressement de 200 €.

¹ Direction des ressources et des relations humaines (2007), *Bilan social 2006*, Société Générale, p. 8.

² Ibid.

Tableau IV-1 : Facteurs d'évolution du salaire à la Société Générale

(Moyenne annuelle en %)

	2000	2001	2002	2003	2004
Mesures générales	0,45		0,6	0,1	0,7
primes exceptionnelles	1,1			1,4	
Mesures individuelles	2,6	2,9	2,4	2,5	2

Source : CGT Société Générale

Evidemment, le développement de ces rémunérations variables et exceptionnelles se fait au prix d'une progression plus modeste de la rémunération fixe et en particulier des augmentations générales. Celles-ci représentent une part relativement négligeable de la progression salariale, en particulier par rapport aux mesures individuelles ou même aux primes exceptionnelles (qui ne sont pas pérennes).

Tableau IV-2 : Evolution de la masse salariale, de la rémunération financière et de l'abondement au sein de la Société Générale (en millions d'€)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*	2006*	variation moyenne annuelle
Salaires (masse salariale)	969	979	997	1005	1084	1200	1249	1169	1457	1401	1514	
variation annuelle		1,0%	1,8%	0,8%	7,9%	10,7%	4,1%	-6,4%	24,7%	-3,8%	8,1%	4,1%
Abondement	43	46	51	54	61	67	69	72	78	72	73	
variation annuelle		6,3%	12,8%	5,8%	13,0%	8,6%	9,5%	-10,0%	8,3%	-7,7%	1,4%	4,0%
Rémunération financière (intéressement + participation)	35	52	42	46	104	55	60	64	50	100	125	
variation annuelle		47,7%	-20,2%	10,3%	126,3%	-47,6%	10,8%	6,0%	-21,9%	100%	25,0%	19,7%
Rémunération financière + abondement en % de la masse salariale	8,1%	10,0%	9,3%	10,0%	15,3%	10,1%	10,3%	11,6%	8,8%	12,3%	13,1%	9,2%

Sources : tableau établi à partir des rapports annuels de la Société Générale

*les données relatives aux exercices 2004, 2005 et 2006 sont données en comptabilité IFRS

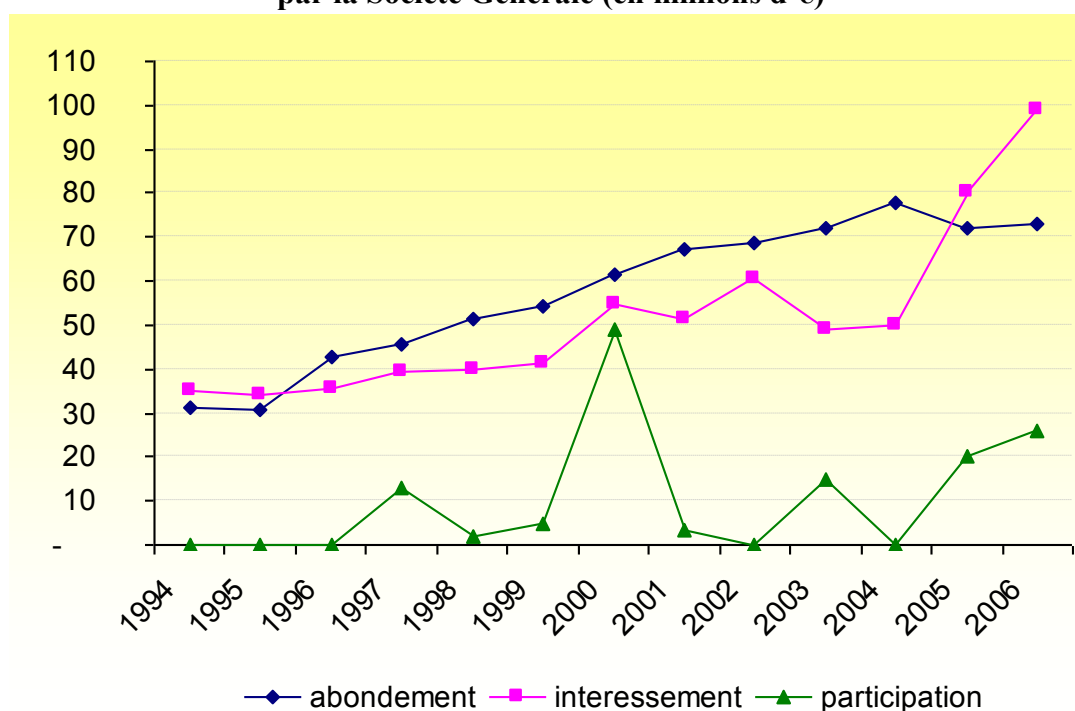
En termes de structure, cette politique salariale se traduit par une progression régulière de la rémunération financière et de l'abondement, au détriment des salaires. Ainsi, entre 1996 et 2006,

alors que la masse salariale ne progressait que de 4 % par an en moyenne, le taux d'accroissement moyen de la participation et de l'intéressement était de près de 20 %.

B) L'abondement, pierre angulaire de la politique d'épargne salariale du groupe

L'épargne salariale connaît un développement soutenu au sein de la Société Générale, comme en atteste la figure 1, qui montre que les sommes distribuées aux salariés via la participation, l'intéressement ou l'abondement s'accroissent régulièrement depuis le milieu des années quatre-vingt dix. Derrière ce mouvement général, les différents dispositifs présentent néanmoins des évolutions distinctes : l'abondement représente le flux d'épargne salariale le plus important, devant les primes d'intéressement et loin devant celles de participation. En quinze ans, les sommes versées au titre de l'abondement ont été pratiquement multipliées par cinq, passant de 15 millions d'€ en 1990¹ à 73 millions d'€ en 2006.

Figure IV-2 : Evolution de la participation, de l'intéressement et de l'abondement versés par la Société Générale (en millions d'€)



Sources : graphique établi à partir des rapports annuels et bilans sociaux de la Société Générale

¹ Bilan social de la Société Générale (1999), p. 9.

Il est intéressant de remarquer l'évolution très régulière de l'abondement, par rapport aux évolutions plus fluctuantes de l'intéressement et celles, plus erratiques encore, de la participation. Il est frappant de constater que la participation, pourtant obligatoire, fluctue beaucoup plus que l'intéressement et surtout représente des montants nettement moins importants : Ainsi, à l'exception de l'année 2000, la participation est souvent nulle et ne dépasse jamais le cinquième des sommes versées au titre de l'intéressement.

Même si des formules de calcul différentes pour l'intéressement et la participation permettent en partie d'expliquer ces écarts, le calcul de l'intéressement étant souvent moins sensible à la conjoncture, il demeure surprenant qu'un groupe généralement très profitable distribue de si faibles primes de participation. De 1990 à 2005, la Société Générale a en effet appliqué la formule légale¹ de calcul de la RSP qui est basée sur le bénéfice net fiscal et la part des salaires dans le produit net bancaire (PNB²). En revanche, la prime globale d'intéressement (M) était déterminée par une formule basée sur la progression de la rentabilité et de l'activité³.

Mais les ratios de la formule de calcul de l'intéressement n'expliquent pas, à eux seuls, cet écart. Il apparaît que l'intéressement a été privilégié comme forme de rémunération financière au détriment de la participation. Tout d'abord, la formule de calcul de l'intéressement a évolué dans un sens plus favorable : en 1999, le coefficient multiplicateur de la formule de calcul est passé de 2,8 % à 2,9 % du RBE, ce qui a accru la part du résultat distribué sous forme d'intéressement. Mais surtout, il semble il y avoir une volonté délibérée de la part de la direction de la société d'éviter à tout prix de verser des primes de participation. Ainsi, depuis 1991, l'entreprise a subi pas moins de six redressements fiscaux qui l'ont obligé à revoir à la hausse les primes de participation. Les salariés se sont donc vu rétrocéder un supplément de rémunération sous forme d'un rappel de participation majoré d'intérêts de retard au cours des exercices 1992, 1993, 1998, 1999, 2000 et 2004. Sans ces redressements fiscaux, les montants distribués au titre de la participation auraient été encore plus faibles...

¹ Le groupe a finalement opté pour une formule dérogatoire lors de l'accord du 29 juin 2005 (cf. annexes).

² Pour les entreprises du secteur bancaire, le Produit Net Bancaire représente l'équivalent de la Valeur Ajoutée.

³ Selon la formule suivante :

$$M = 2.9 \% Ro \times (0.65 Ri/Ro + 0.35 Ai/Ao)$$

Avec : M = Prime globale d'intéressement ; R = RBE métropolitain corrigé (Ro = RBE $n-1$ et Ri = RBE n) et A = indices d'activités pondérés

Cette stratégie de développement de l'intéressement au détriment de la participation est certainement indissociable de la politique de développement de l'actionnariat salarié : en effet, contrairement à la participation, l'intéressement peut être abondé dans le cadre du plan d'épargne de la société.

C) Un abondement incitant à l'actionnariat salarié

Plus que de fournir une rémunération complémentaire, l'abondement est avant tout une incitation pour les salariés à placer une partie de leurs revenus (en particulier l'intéressement) dans les dispositifs d'épargne de l'entreprise. Pour comprendre l'importance accordée à l'abondement par la Société Générale, il faut analyser sa destination : vers quels placements incite-t-il les salariés à investir leur prime d'intéressement et leurs versements volontaires ? La réponse est sans ambiguïté : l'abondement incite les salariés à investir en titres de la Société Générale.

L'abondement présente l'avantage d'être relativement flexible : en effet, sous réserve de respecter les plafonds annuels fixés par les autorités, le niveau de l'abondement est déterminé librement par l'entreprise et peut être différencié selon les catégories de salariés, le choix des fonds de placement, l'origine ou l'importance des versements effectués¹. Ainsi, jusqu'en 2006, la Société Générale a fait le choix de différencier son abondement selon trois critères : l'origine des versements, leurs modalités d'investissement et la catégorie des salariés.

Tableau 3 : Taux d'abondement des versements des salariés sur PEE prévus par le règlement du PEE de la Société Générale de 1996 à 2002

Abondement	Fonds Actions Groupe (fonds « E »)	Fonds diversifiés
<i>intéressement</i>	<i>80 % pour tous les salariés</i>	<i>60 % pour les employés 45 % pour les gradés 30 % pour les cadres</i>
<i>Versements volontaires</i>	<i>70 % pour les employés 55 % pour les gradés 40 % pour les cadres</i>	
<i>Plafond d'abondement</i>	<i>2 850 €</i>	<i>750 €</i>

Source : Règlement PEE Société Générale du 20 février 1996 (en vigueur jusqu'en juin 2002)

¹ Seule contrainte : les modalités d'abondement ne doivent pas aboutir à favoriser les salariés situés en haut de la hiérarchie.

Tableau 4 : Taux d'abondement des versements des salariés sur PEE
Prévus par le règlement du PEE de la Société Générale de 2002 à 2005

Abondement	Fonds Actions Groupe (fonds « E »)	Fonds diversifiés
<i>intéressement</i>	<i>80 % pour tous les salariés</i>	<i>45 % pour les techniciens</i>
<i>Versements volontaires</i>	<i>55 % pour les techniciens</i> <i>40 % pour les cadres</i>	<i>30 % pour les cadres</i>
<i>Plafond d'abondement</i>	<i>3050 €</i>	<i>770 €</i>

Source : Règlement PEE Société Générale du 28 juin 2002(en vigueur jusqu'en juin 2005)

Comme le montrent les tableaux 3 et 4, malgré certaines évolutions, un trait majeur se dégage de la politique d'abondement : l'incitation très forte à investir les primes d'intéressement¹ et, dans une moindre mesure, les versements volontaires des salariés en actions du groupe, via le Fonds « E ». L'abondement de l'intéressement versé à ce fond est en effet nettement plus élevé que les autres (80 %). En outre, il est égalitaire, c'est à dire identique pour tous les salariés, ce qui traduit la volonté d'orienter le maximum de l'intéressement versé vers les titres de la société. L'abondement des versements volontaires obéit à la même logique, puisqu'il est de 10 points supérieurs pour le Fonds « E » par rapports aux autres fonds diversifiés. Enfin, le plafond d'abondement au Fond « E » est porté jusqu'à 3 050 €², tandis que celui-ci est limité à 770 €³ dans les fonds diversifiés.

Il faut insister sur le fait que l'abondement au fond d'actionnariat salarié n'est pas qu'une simple compensation du risque supporté par les salariés en raison de la non-diversification de leur patrimoine. **Le niveau élevé du plafond d'abondement montre qu'il s'agit de drainer vers l'actionnariat la plus grande part possible des rémunérations versées aux salariés**, qui « *sans cet abondement ne placeraient pas dans les titres de l'entreprise*⁴ ». Ce niveau élevé, bénéficie prioritairement aux cadres qui sont plus facilement en mesure d'effectuer le niveau de versement requis pour profiter au maximum de l'abondement⁵. Le taux unique d'abondement de

¹ L'intéressement placé sur un PEE bénéficie déjà d'une exonération d'impôt sur le revenu en contrepartie de son blocage pendant cinq années.

² Auparavant, de 2 850 € jusqu'en 2002, l'abondement au fonds « E » a été porté à 3000 € par un avenant au règlement du PEE en date du 22 juin 2002. Le même avenant ne relevait cependant pas le plafond d'abondement des fonds diversifiés.

³ Il convient de rappeler que les plafonds légaux d'abondements des sommes versées sur un PEE étaient en 2001, de 2 300 € pour l'investissement en fonds diversifiés et de 3 450 € pour le placement sur un fonds investis en actions de l'entreprise. Ce dernier a été porté à 4 140 € par la loi de 2004.

⁴ Entretien avec J-C Branchereau, Secrétaire général de la fédération CFDT – Banques, Juin 2003.

⁵ En 1998, seuls 27 % des employés bénéficiaient de l'abondement maximum, contre 42 % des gradés et 66 % des cadres.

l'intéressement abandonne même le principe « redistributif » présent dans l'octroi de taux plus favorables aux salariés situés en bas de l'échelle hiérarchique et salariale. Les primes individuelles d'intéressement étant proportionnelles aux salaires, l'abondement de l'intéressement à un taux unique bénéficie ainsi davantage aux hauts salaires.

Cependant, il convient aussi de noter, que les FCPE étant gérés par une filiale du groupe (la Société Générale Asset Management), les versements effectués par les salariés à ces fonds permettent d'accroître les fonds gérés par ces filiales et logiquement améliorer leurs résultats¹ ; un raisonnement identique peut être appliqué aux sommes provenant de l'abondement.

Depuis 2006, la politique d'abondement a évolué, en diminuant les plafonds d'abondement et en substituant à l'abondement de 80 % pour l'intéressement, un abondement dégressif, très élevé pour les faibles versements (150 % jusqu'à 100 €). L'abondement du fonds d'actionnariat salarié reste cependant bien plus intéressant pour tous les versements supérieurs à 800 €, ce qui laisse un volume de versement considérable lorsqu'on sait que le montant moyen des primes d'intéressement et de participation s'élevait à 2 851 € par salariés en 2006. Par ailleurs, cette profonde modification de la politique d'abondement coïncide avec la mise en place à la même date d'un PERCO (PERCO-SG) dont les versements bénéficient d'un abondement unique de 25 % dont le montant maximum ne doit pas excéder de 0,5 % de la rémunération annuelle brute fiscale dans la limite de 600 €/ an et par salarié².

¹ De même, du fait de la « compétence » du Groupe en matière d'épargne salariale, on peut supposer que l'instauration de tels schémas est moins « coûteux » que pour un groupe industriel.

² cf. Règlement PERCO Société Générale du 14 juin 2005 en annexe.

Tableau 5 : Taux d'abondement des versements des salariés sur PEE
Prévus par le règlement du PEE de la Société Générale depuis 2006

Abondement	Fonds Actions Groupe (fonds « E »)	Fonds diversifiés Société Générale
<i>intéressement <u>et</u> Versements volontaires</i>	<i>Jusqu'à 100 € = 150 % de 101 € à 800 € = 60 % Au delà de 800 € = 45 %</i>	<i>Jusqu'à 100 € = 150 % de 101 € à 800 € = 60 % Pas d'abondement au delà de 800 €</i>
<i>Plafond d'abondement</i>	<i>2 700 € par an et par salarié</i>	<i>570 € par an et pas salarié</i>

Source : Règlement PEE Société Générale du 29 juin 2005

Cette modification de la politique d'abondement marque une évolution de la politique d'épargne salariale de la Société Générale. Celle-ci, par une politique volontariste d'abondement a fortement privilégié l'orientation de l'intéressement vers l'actionnariat salarié (abondement à 80 %). Cette politique avait progressivement conduit à la quasi-disparition de la participation¹, au profit de l'abondement qui dépassait même en volume les sommes versées au titre de l'intéressement. Peut-on pour autant parler de rupture dans la politique de la Société Générale qui aurait renoncé à orienter massivement l'épargne salariale vers ses actions ? Cette affirmation doit être nuancée : en premier lieu la politique d'abondement reste encore très largement favorable à l'investissement dans l'actionnariat salarié (Fonds E) par rapport aux autres fonds diversifiés. Ensuite, cette réforme ne concerne que les salariés de la société mère, alors que l'épargne salariale et l'actionnariat salarié s'est désormais largement développé dans les autres filiales du groupe, en France comme à l'étranger.

D) Les augmentations de capital réservées aux salariés

En complément de la politique d'abondement, la dynamique de l'actionnariat salarié est soutenue par une pratique régulière des augmentations de capital réservées aux salariés. Depuis la privatisation en 1987 - qui avait permis aux salariés d'acquérir des titres de l'entreprise² - les augmentations de capital réservées aux salariés ont été renouvelées tous les ans, à tel point que

¹ Jusqu'en 2005, les accords de participation et d'intéressement plafonnaient en effet le montant global de la rémunération financière, au bénéfice de l'abondement qui contrairement à la participation peut être abondé.

² la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations oblige en effet les entreprises à réserver à leurs salariés 10 % des titres nouvellement émis.

« cette opération est considérée comme un véritable rendez-vous annuel¹ ». Les augmentations de capital réservées réalisées dans le cadre d'un Plan d'épargne entreprise permettent aux salariés de bénéficier d'une décote de 20 % sur le prix de souscription par rapport au cours de l'action. L'augmentation de capital réservée accroît donc encore l'incitation financière à investir en titres de l'entreprise.

Tableau IV-3 : Récapitulatif de la contribution des opérations à la variation du capital social de la Société Générale

Opérations	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Augmentation de capital réservées aux salariés via PEG	1,46%	2,04%	2,31%	1,89%	1,80%	1,66%	1,29%	1,11%	1,28%	1,71%	1,38%	1,49%	1,03 %
paiement des dividendes en actions	1,8%	2,62%	0,03%	2,28%									
options exercées	2%	0,24%	2,42%	2,11%	NS	0,45%	0,13%	0,2%	0,19%	0,17%	0,32%	0,18%	0,15 %
OBSA converties en actions ²	NS	NS	NS	3,10%	1,50%	-	-	-	-	-	-		
Augmentation de capital							0,03%	0,63% ³					5 %
Annulation d'actions									-1,67%		- 2,47%	- 1,61%	
Total variation du capital	5,26%	4,90%	4,76%	9,38%	3,30%	2,11%	1,45%	1,94%	- 0,2%	1,88 %	- 0,77%	0,06 %	6,2 %

Sources : tableau établi à partir des rapports annuels du groupe Société Générale

A la lecture du tableau 3 ci-dessus, nous constatons effectivement que les opérations d'augmentation du capital réservées aux salariés sont récurrentes. Par ailleurs, nous pouvons remarquer que, à partir du milieu des années quatre-vingt dix, les opérations sur le capital social de la Société Générale ont profondément évolué. Alors qu'en 1993 de nombreuses opérations entraînaient l'accroissement du capital social, elles se restreignent aujourd'hui aux schémas d'actionnariat des salariés, avec un développement du rachat d'actions par le groupe. En effet, au début des années quatre-vingt dix, une partie des dividendes était constamment payés sous forme d'attribution d'actions. A ceci s'ajoutait la levée de bons de souscription d'actions assis sur des obligations convertibles. De fait, il y avait au

¹ Selon l'expression de Denis AUXENFANS Responsable épargne salariale groupe Société Générale (Bilan Social 2005, Société Générale, p. 9).

² Il s'agit de la conversion des bons de souscription assis sur des obligations convertibles. Ces bons de souscription octroient au bénéficiaire le droit d'obtenir un certain nombre de titres, (souvent gratuitement) lors de l'achat d'un autre titre (ici des obligations).

³ Augmentation de capital APA Sogénal (le 4/05/2001)

cours d'un exercice de nombreuses opérations entraînant un accroissement de capital social et, *in fine*, une dilution du bénéfice net par action. Depuis 1998, la Société Générale a cessé de pratiquer le paiement des dividendes en actions. Les dispositifs d'actionnariat des salariés se sont eux poursuivis, en particulier à un rythme soutenu pour les augmentations de capital réservées aux salariés via les plans d'épargne d'entreprise, mais aussi les plans d'options sur actions¹. En revanche, de nouvelles formes d'intervention directe sur le capital se sont développées comme le rachat et l'annulation d'actions. Utilisées notamment pour répondre aux engagements en matière de plans d'option d'achat d'actions, ces rachats d'actions visent « *en priorité à annuler l'effet dilutif des émissions de capital réservées aux salariés*² ».

Alors que le capital social pouvait s'accroître entre 5 et 10 % jusqu'en 1997, désormais la variation de capital est beaucoup plus faible, voire très légèrement négative pour sur les exercices 2002 et 2004. A travers ces objectifs affichés, on peut voir combien l'exigence de rentabilité des fonds propres influe sur les opérations de capital, ces dernières ne passant plus par l'émission mais par le rachat préalable d'actions par l'entreprise. Seules les émissions d'actions réservées aux salariés via les plans d'épargne ne semblent pas être concernées par ce mouvement. Cependant, même cette pratique pourrait évoluer, la dixième résolution de l'AG précisant notamment que les titres rachetés pourront être utilisés pour « *proposer aux salariés [...] d'acquérir des actions, directement ou par l'intermédiaire d'un FCPE*³ ». Ainsi, malgré la restriction des opérations pouvant diminuer le bénéfice net par action, même l'accroissement de capital octroyé aux salariés semble faire l'objet de « tension » entre les objectifs économiques et financiers du groupe.

2.1.2 - L'extension des plan d'épargne permet d'étendre l'actionnariat salarié aux salariés des filiales et de l'étranger

Cette politique d'incitation à l'actionnariat salarié, associant abondement et opération d'augmentation de capital réservée aux salariés, a été progressivement étendue aux salariés des

¹ Ceux-ci n'ont pas nécessairement connu la même évolution, malgré un nombre de bénéficiaires en hausse constante, en partie parce que des plans d'achats d'actions ont été substitués au plan de souscription (pour plus de détail voir la partie consacrée au Stock options).

² Société Générale, « résultats du premier semestre 2004 – très bon début d'année », communiqué de presse du 13 mai 2004.

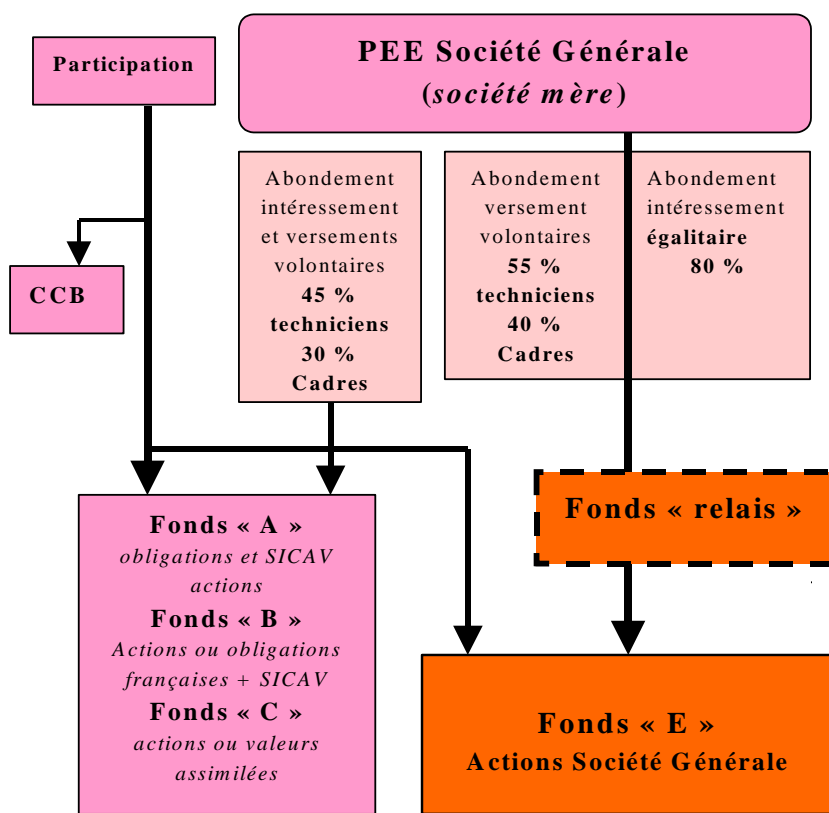
³ Rapport annuel 2003 du Groupe Société Générale, p 220

filiales françaises puis aux salariés des filiales étrangères, permettant ainsi de couvrir la quasi totalité des salariés du groupe.

A) Des dispositifs d'épargne d'entreprise diversifiées mais orientés vers les titres de l'entreprise.

Depuis la mise en place du PEE en 1987, la Société Générale a développé les mécanismes d'épargne entreprise, notamment afin de couvrir l'ensemble des salariés du groupe, en France comme à l'étranger. Au sein de la société-mère, les salariés ont ainsi un large choix de placement : un compte courant bloqué pour leur participation, un fond d'actionnariat (fonds « E », investi entre 90 % et 100% en actions Société Générale) et des fonds diversifiés présentant différents profils de rendement risque. Ces derniers ont vu leur offre se développer, passant de trois à sept en 2005.

Figure IV-3 : Organisation de l'épargne salariale au sein de la Société Générale (19982006)



Source : Figure établie d'après les règlements du PEE

NB : CCB = Compte Courant Bloqué

Cependant, malgré cette offre diversifiée, c'est encore et toujours le fonds d'actionnariat salarié qui est privilégié. Ainsi, le règlement du PEE oblige les salariés souhaitant placer leur intéressement à concentrer celui-ci « sur un seul fonds soit le répartir entre deux fonds au maximum, dont le fond E ¹ ». Compte tenu des règles d'abondement exposées précédemment, les salariés n'ont pratiquement que le choix d'investir en majorité les sommes en provenance de leur intéressement vers le fonds d'actionnariat salarié, à moins de se priver d'une grande partie des avantages financiers de l'abondement.

Par ailleurs, pour que les salariés puissent en permanence bénéficier de ces augmentations de capital, la Société Générale a mis en place un « fond relais » qui permet de conserver momentanément les versements des salariés jusqu'au lancement de l'opération de souscription. Quelque soit la période de versement de leur participation et leur intéressement sur le PEE, les salariés sont ainsi assurés de pouvoir participer à l'augmentation de capital réservée et de bénéficier de ses avantages financiers.

B) Des plans d'épargne étendus aux filiales françaises...

La logique d'une épargne salariale orientée vers les fonds d'actionnariat salarié se décline aussi au niveau des filiales françaises. La politique d'actionnariat a été étendue à la Sogénal², en 1990, au Crédit du Nord en 1999, puis aux filiales du Crédit du Nord en 2000 et 2001. Ainsi, le Crédit du Nord³ a adopté une politique d'épargne salariale similaire, utilisant l'abondement pour inciter les salariés à investir en titres de la Société Générale (société-mère).

Le Crédit du Nord propose cinq fonds diversifiés FCPE et un Fonds investis en actions de la Société Générale (Fonds « G »). Ces différents fonds sont composés d'investissements différents, permettant de couvrir un large éventail des ratios rendements / risques, du placement obligataire au portefeuille composé exclusivement de titres du groupe. Comme pour la Société Générale, c'est cette dernière option qui est la plus « encouragée » par l'abondement du Crédit du Nord. Les placements effectués dans les fonds investis en actions du groupe (fonds « G »)

¹ Règlement du Plan d'épargne de la Société Générale du 20 février 1996, p. 2. Cette mesure sera partiellement assouplie par le Règlement du 29 juin 2005, qui n'oblige plus qu'à choisir entre un ou deux fonds (sans mention expresse du Fonds « E »).

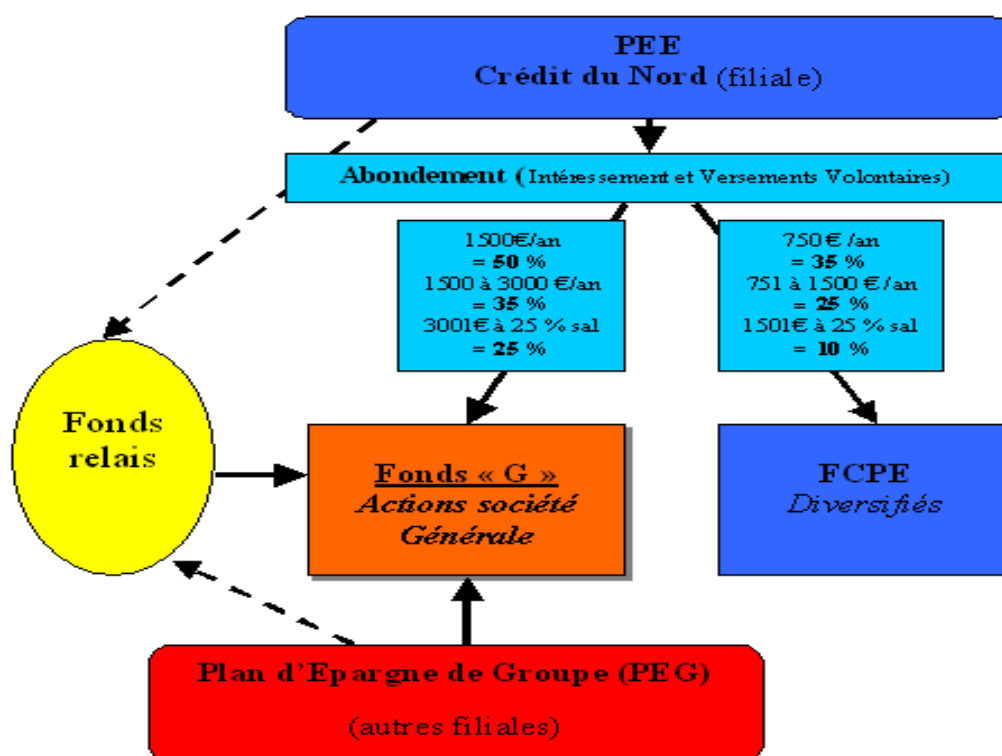
² Filiale alsacienne de la Société Générale, qui sera rachetée et définitivement intégrée en 1999.

³ Détenu à 80 % depuis 1997.

bénéficient en effet de taux et de plafonds d'abondement bien plus élevés que les fonds diversifiés. Par ailleurs, en cas de versements simultanés sur des Fonds diversifiés et sur le Fonds « G », le règlement du PEE stipule que l'abondement est prioritairement calculé sur les versements effectués dans le fonds « G », puis si le plafond global et le plafond d'abondement particulier aux autres fonds ne sont pas atteints, sur les versements affecté aux fonds diversifiés¹.

Pour couvrir les salariés des autres filiales, la Société Générale a mis en place un Plan d'Epargne Groupe qui permet d'investir dans le fonds « G ». Par ailleurs, Ce fonds « G », permet aux salariés des différentes filiales de participer aux augmentations de capital réservées dans les même conditions que ceux de la société-mère : ils bénéficient ainsi de la décote de 20 % sur le prix de souscription et peuvent faire transiter leur versement via un fonds relais jusqu'au lancement de l'opération.

Figure IV-4 : Architecture de l'épargne salariale dans les filiales du Groupe Société Générale



Source : Figure établie d'après les règlements du PEE

¹ Avenant à l'accord portant aménagement du Plan d'épargne entreprise du Crédit du Nord, 25 juillet 2001, p. 3.

C) ...et étrangères

Au fur et à mesure que le groupe se développait à l'international, une part de plus en plus importante de l'effectif salarié travaillait à l'étranger. Ainsi, la part des salariés travaillant à l'étranger est passée de 20 % en 1996 à plus de 50 % en 2006. Pour permettre à ces salariés de devenir actionnaires, la Société Générale a instauré un Plan Mondial d'Actionnariat Salarié qui étend aux salariés de 56 pays, le droit de souscrire aux augmentations de capital réservées aux salariés et de bénéficier ainsi de la décote de 20 %¹. La principale distinction avec les salariés de l'hexagone réside dans le mode de détention des titres : en France, ceux-ci sont détenus via des FCPE, tandis que la détention est directe à l'étranger.

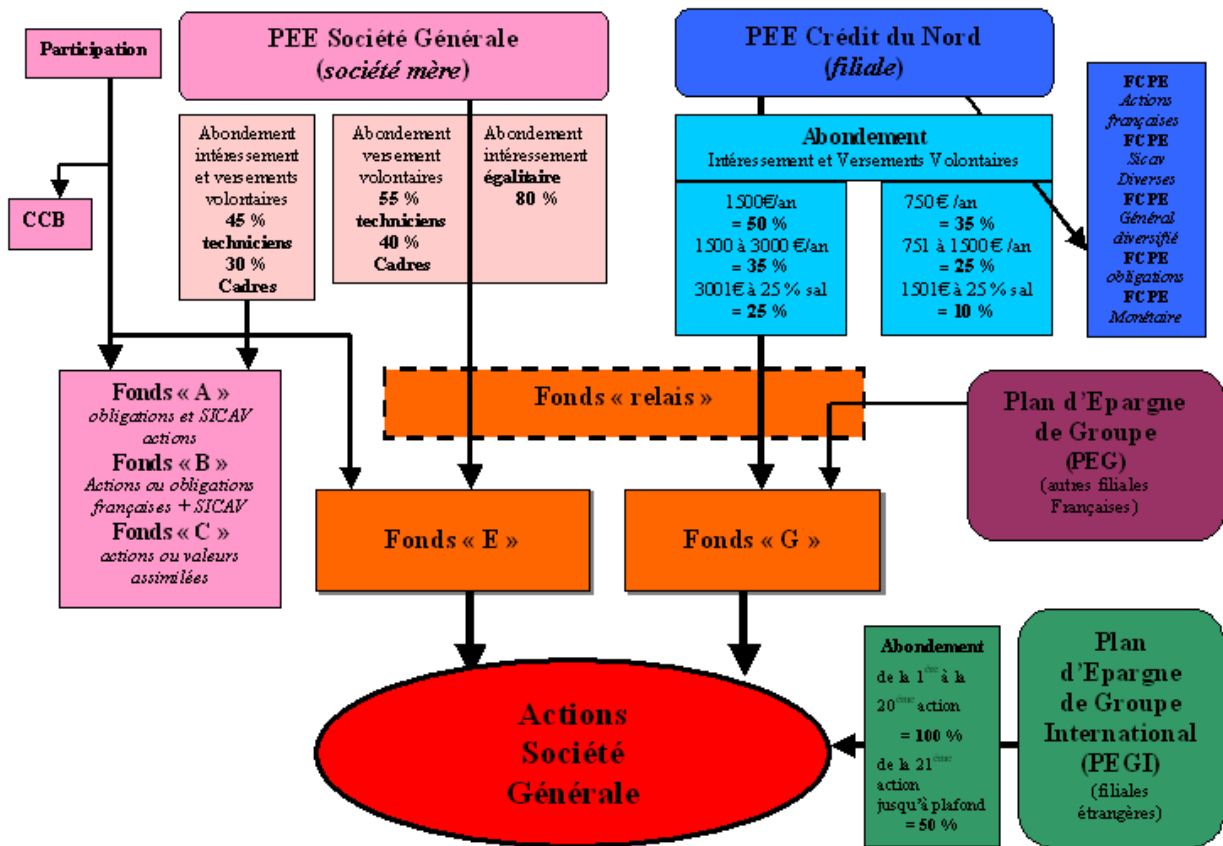
Par ailleurs, un Plan d'Epargne de Groupe International (PEGI) a été instauré en 2003. Celui-ci permet aux salariés étrangers de bénéficier d'un abondement intéressant pour la souscription d'actions de la société :

- de la 1^{ère} à la 20^{ème} action souscrite, l'abondement est de 100 %
- à partir de la 21^{ème} action souscrite, l'abondement passe à 50 % et ce, jusqu'au plafond d'abondement maximum de 1 500 €.

Ainsi, malgré certaines spécificités destinées à assurer « l'universalité » du dispositif compte tenu des différentes législations nationales, on retrouve encore et toujours la logique d'incitation financière qui a poussé 34 % des salariés des filiales étrangères à souscrire au plan mondial d'actionnariat salarié de 2006.

¹ La décote est ne s'élève qu'à 15 % pour les salariés de l'Etat de Californie, compte tenue de la législation locale.

Figure IV-5 : Organisation de l'épargne salariale au sein du groupe SG (1999 à 2005)



NB : Organigramme reconstitué à partir des règlements des plans d'épargne de la Société Générale

Il ressort ainsi que l'épargne salariale est organisée au sein de la Société Générale de manière à amener les salariés à orienter une grande partie de leurs rémunérations vers l'actionnariat salarié (cf. Figure 3). Cela commence par une rémunération financière qui privilégie les primes d'intéressement qui peuvent être abondées, au détriment de la participation. La Société Générale offre ensuite de nombreuses incitations financières (abondement important, décote) aux placements sur les fonds investis en titres du groupe. Enfin, cette politique couvre l'ensemble des salariés du groupe, qu'ils appartiennent à la société mère ou aux filiales, qu'ils travaillent en France ou à l'étranger. Ce n'est donc aucunement surprenant que la plupart des salariés soient actionnaires et qu'ils détiennent collectivement une part importante du capital.

2.1.3 - Une part non négligeable des rémunérations des salariés refluent vers le capital

La politique soutenue d'incitation au placement de la rémunération des salariés dans l'actionnariat salarié menée par la Société Générale, a porté ses fruits. Tout d'abord, un très grand nombre de salariés participe aux augmentations de capital : en 2006, ils étaient plus de 59 %, dont 76 % des salariés de la Société Générale et des filiales françaises et 34 % à l'international. Ainsi, à travers le monde, plus 60 000 salariés et anciens salariés (Environ 60 % des effectifs du groupe) sont actionnaires de la Société Générale¹. Chez les salariés français, le pourcentage d'actionnaires atteint même 93 %.

Ensuite, la grande majorité des primes d'intéressement ont été orientées vers les titres de la Société Générale : par exemple, 86 % des sommes distribuées au titre de l'intéressement ont servi à souscrire aux augmentations de capital réalisées en 2001 et 2002, dans le cadre du PEE².

Tableau IV-4 : Origine des versements des salariés souscrivant aux augmentations de capital
(en millions d'euros)

	2003	2004	2005	2006
Augmentation de capital	292,1	302,9	357,7	396,2
<i>dont</i>				
Versements volontaires	154,3	163,8	191	187,2
Participation et intéressement	64	59,2	78	120,2
Abondement	73,8	79,8	88	88,8
Rémunérations du personnel (y.c. épargne salariale)	4 567	4 987	5 511	6 149
Part de la rémunération consacrée aux augmentations de capital	6,4%	6,1%	6,5%	6,4%

Source : tableau établi à partir des rapports annuels et bilans sociaux de la Société Générale

Grâce à la politique incitative en matière d'épargne salariale et d'actionnariat salarié, la Société Générale parvient ainsi chaque année à faire investir en titres de la société un peu plus de 6 % de la rémunération nette reçue par les salariés (cf. Tableau 4). Non seulement, les salariés placent la grande majorité de leurs primes de participation ou d'intéressement sur les fonds d'actionnariat

¹ Bilan Social 2005, p. 9.

² Bilan Social de la société Générale (2002).

salarié, mais les versements volontaires, provenant en grande partie des salaires, représentent la principale source de souscription aux augmentations de capital.

2.1.4 - L'actionnariat salarié, une arme anti-OPA

A) Depuis la privatisation, les salariés sont les premiers actionnaires d'un groupe...

La Société Générale est l'un des groupes français cotés où l'actionnariat salarié est le plus important, juste derrière des groupes comme Bouygues, Vinci ou Essilor. Ainsi, au 31 décembre 2006, les salariés détenaient plus de 7 % du capital de la Société Générale, en grande partie via les différents dispositifs d'épargne salariale, et étaient le premier actionnaire du groupe, détenant environ 12 % des droits de votes.

Tableau IV-5 : Part du capital de la Société Générale détenue par les salariés

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
% du capital	7,9	7,6	8	7,4	8,2	nd	nd	7,78	7,83	8,46	7,42	7,56	7,03

Sources : rapports annuels

Aussi importante que soit la participation des salariés dans le capital de l'entreprise, il convient de signaler que l'impulsion décisive a été donnée par les pouvoirs publics qui ont réservé une partie du capital pour la souscription des salariés, à des conditions préférentielles, lors de la privatisation de la société. Ainsi, dès 1987, les salariés avaient souscrit plus de 4,4 millions de titres et détenaient déjà 7,8 % du capital. Cette part s'est maintenue, voire accrue, malgré les fluctuations du capital, notamment grâce au renouvellement régulier des opérations d'augmentation de capital réservées aux salariés.

B) ... au capital dispersé

Depuis sa privatisation en 1987, la Société Générale a vu son capital social profondément modifié, du retrait de l'Etat dans les années quatre-vingt, en passant par la stratégie des participations croisées, jusqu'à l'entrée en force des investisseurs étrangers à partir du milieu des années quatre-vingt-dix. Désormais, le capital de la société est fortement dispersé : comme le montre le tableau 6 ci-dessous, seuls onze actionnaires détenaient une part du capital supérieures à 1 % et seulement deux actionnaires détiennent plus 5 % du capital et il s'agissait des salariés de la Société Générale (à hauteur de 7,03 %) et de la filiale de gestion d'actifs Société Générale

Asset Management (6,13 %). Par ailleurs, les investisseurs institutionnels étrangers détenaient plus de 30 % du capital à la fin de l'année 2006, le poids total des investisseurs étrangers étant probablement beaucoup plus important puisque, selon le dernier chiffre communiqué par le groupe, ceux-ci détenaient un peu plus de 50 % du capital en 2003, contre moins de 30 % en 1994. Les investisseurs institutionnels français, dans leur diversité, ne détenaient plus que 25 % du capital de la Société Générale en 2006.

Tableau IV-6 : Répartition du capital et des droits de vote de la société Générale au 31/12/2006

Actionnaire	% du capital	% droits de vote
Salariés	7,03	11,44
Société Générale Asset Management	6,13	-
CDC	2,03	2,86
Groupama Asset Management	2,97	5,06
Ecureuil Gestion F.C.P.	1,93	nd
CNP	1,13	1,27
autres investisseurs institutionnels français	4,19	
total investisseurs français	25,41	nd
Capital Research & Management Co. (Etats-unis)	4,09	nd
Meiji Yasuda Life Insurance Company (Japon)	2,4	4,21
Dexia Asset Management Belgium S.A. (Belgique)	1,13	1
Fondazione Cassa di Risparmio di Torino (Italie)	1,06	1,85
total investisseurs institutionnels étrangers	30,64	nd
Non identifiés	43,95	nd

Sources : Thomson Financial – Lereps (% du capital) et Rapport annuel 2006 (% droits de vote)

Face à un capital dispersé, les actionnaires salariés constituent finalement l'actionnaire de référence, d'autant plus qu'il n'y a pas d'actionnariat familial. Il est donc tout à fait logique que les salariés actionnaires soient particulièrement enclins à maintenir l'indépendance de la banque en particulier face à une prise de contrôle hostile. Par ailleurs, comme nous l'avons déjà mentionné, les FCPE d'actionnariat salarié sont gérés par la Société Générale Asset Management, filiale de la Société Générale.

C) Les tentatives d'OPA repoussées grâce à l'actionnariat salarié

L'utilisation de l'actionnariat salarié pour repousser des tentatives de prises de contrôle hostiles a été mise en œuvre avec succès, à deux reprises, lors du « raid Pébereau » de 1988 et lors de la tentative d'OPA de la BNP (Banque Nationale de Paris) de 1999.

En 1988, le financier Georges Pébereau, vraisemblablement soutenu par le ministre des finances socialiste Pierre Bérégovoy, a tenté de prendre le contrôle de la Société Générale tout juste privatisée. Ce « raid » finira par échouer, notamment parce que les salariés qui détenaient déjà près de 9 % du capital, ont refusé de souscrire à l'offre de Georges Pébereau qui ne parviendra à détenir que 9,16 % du capital de la banque¹.

En 1999, après une tentative avortée de prise de contrôle de la banque Paribas, la Société Générale a fait l'objet d'une Offre Publique d'Echange (OPE²) inamicale de la part de la BNP dirigée par Michel Pébereau. Après une intense bataille boursière et médiatique, l'OPA échouera, notamment grâce à la mobilisation des salariés de la Société Générale, massivement opposés au rachat par la BNP. En fait, le dénouement favorable à la Société Générale, a été gagné sur le front boursier mais surtout sur le front politique. En effet, bien que la BNP ait réussi à prendre le contrôle de 37,15 % du capital (soit 31,8 % des droits de vote), elle ne disposait pas d'une majorité suffisante face au bloc d'actionnaires soutenant le PDG de la Société Générale, Michel Bouton. Dans ce cadre, les actionnaires salariés ont joué un rôle déterminant, en ne permettant pas à la BNP de se rendre maître d'une part suffisante du capital de la Société Générale. Il faut cependant souligner que la décision finale aura été éminemment politique, puisque ce sera finalement une décision du CECEI (Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement³) qui actera l'échec de la tentative d'OPE, le CECEI n'autorisant

¹ Pour en savoir plus sur cet épisode rocambolesque lire B. ABESCAT, « Les initiés à la barre », *L'Express*, 31 octobre 2002

² L'OPE consiste à acquérir les actions de la société cible, non pas contre des liquidités (OPA), mais en échange de titres de la société acheteuse.

³ Selon le site Internet de la banque de France (<http://www.banque-france.fr/fr/supervi/agrement/cecei/1a.htm>), « Le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) est chargé par la législation bancaire et financière figurant dans le Code monétaire et financier de « prendre les décisions ou d'accorder les autorisations ou dérogations individuelles prévues par les dispositions législatives et réglementaires applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, à l'exception de celles relevant de la commission bancaire ». Le Comité est présidé par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, ou son représentant. Il comprend trois autres membres de droit : le directeur du Trésor ou son représentant, le président de l'Autorité des marchés financiers, ou son représentant, le président du directoire du Fonds de garantie des dépôts ou un membre du directoire le représentant, ainsi que huit membres ou leurs suppléants nommés par arrêté du ministre chargé de l'Économie et des Finances pour une durée de trois ans. Il appartient, notamment, au CECEI, d'autoriser les modifications significatives qui peuvent affecter, durant la vie des établissements et entreprises concernés, les éléments pris en compte au moment de leur agrément (notamment changement d'activité et, au-delà de certains seuils, modifications dans la composition de l'actionnariat).

pas la BNP à conserver sa participation dans la Société Générale, au motif que la BNP ne détenait pas 50 % du capital et qu'il n'existait « une solution industrielle claire et concertée » pour sortir de cette situation de blocage¹. Il faut aussi signaler que la décision du CECEI fut aussi motivée par la crainte d'importants mouvements sociaux de la part des salariés de la Société Générale, mouvements qui auraient pu fortement désorganiser l'activité financière².

Lors de ces deux tentatives de prises de contrôle, le rôle de l'actionnariat salarié est ambigu. Certes, le président de l'association des actionnaires salariés de la Société Générale, estime que les actionnaires salariés ont joué un rôle déterminant pour faire échouer l'OPE de la BNP³. Cependant, la décision finale aura relevé de la CECEI. Cet épisode a sans conteste fait prendre conscience aux dirigeants de la Société Générale qu'il était impératif de renforcer le contrôle de leur capital par l'actionnariat salarié. C'est à partir de 1999 que l'actionnariat salarié va être étendu aux salariés des différentes filiales en France et à l'étranger, afin certainement de drainer un flux plus important de liquidé vers le capital de la société.

Par ailleurs, l'OPE de 1999, montre qu'il n'y a pas nécessairement correspondance entre la volonté « d'enracinement des dirigeants », ou l'attachement des salarié à l'indépendance de leur groupe et le patriotisme économique. En effet, la BNP était aussi un établissement bancaire français, et certains hommes politiques étaient plutôt favorables à ce rapprochement, afin de constituer un *global player* capable de rivaliser et surtout de résister aux prises de contrôle d'autres banques étrangères. Ainsi, le Ministre de l'Economie et de Finance d'alors, Dominique Strauss-Kahn a-t-il exprimé son « regret⁴ » que les banques n'aient pas pu se mettre d'accord, tandis que son collègue de l'intérieur, Jean-Pierre Chevènement, parlait même d'un « attentat contre l'intérêt national⁵ ».

D) Un actionnariat salarié qui ne remet pas en cause la valeur actionnariale

Pour autant, le fait que les salariés soient les premiers actionnaires de la Société Générale ne remet pas en cause la logique de création de valeur pour l'actionnaire. Le groupe présente en

¹ Le Monde, 28 août 1999.

² Le Canard Enchaîné, 1^{er} septembre 1999.

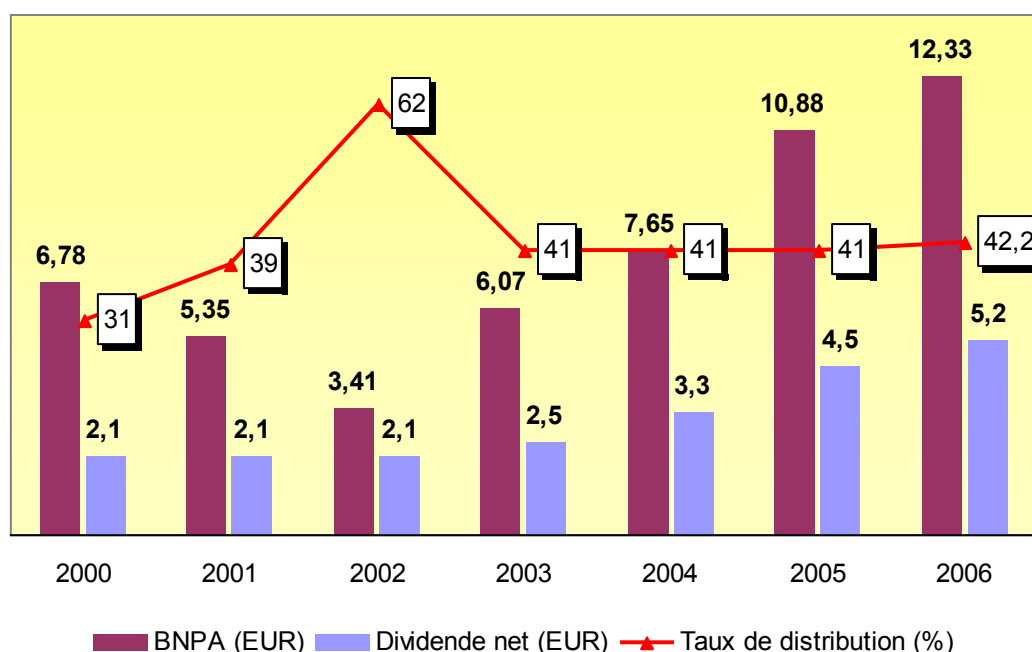
³ LECLERC P. (2005), « l'actionnariat salarié une arme anti-OPA ? », *Colloque de la FAS*, Université Lille 2, 27 juin, 4 p.

⁴ Le Monde, 28 août 1999.

⁵ Le Monde, 29 août 1999.

effet, un très haut niveau de rentabilité : au cours des quatre derniers exercices, le ROE n'a cessé d'augmenter, passant de 16,2 % en 2003 à 25,8 % en 2006¹. Ces bonnes performances financières se sont traduites, sur cette même période, par un doublement du dividende par action (qui est passé de 2,5 € à 5,2 €) et du BNPA (un peu plus de 6 € en 2003 contre 12,33 € en 2006). Certes, sur la même période, le taux de distribution, qui mesure la part du résultat distribué sous forme de dividendes, est resté relativement stable (autour de 41 %), ce qui signifie que c'est principalement la hausse de la rentabilité qui a permis d'augmenter les dividendes et le BNPA.

Graphique IV-1 : Evolution des dividendes, du BNPA et du taux de distribution de l'action Société Générale



Source : graphique établi à partir des Rapports annuels

Les origines et les conséquences internes de l'amélioration de la rentabilité (mesurée par le ROE) mériteraient assurément un examen approfondi, qui dépasse largement l'objet de notre travail. Il convient cependant de constater que le taux de distribution est tendanciellement en croissance : il est, en effet, passé de 31 % en 2000 à 42,2 % en 2006. Par ailleurs, lorsque la rentabilité n'est pas au rendez-vous, la part du résultat distribué peut être beaucoup plus importante, afin de limiter le manque à gagner des investisseurs. Ce fut le cas en 2002, où le niveau des dividendes versés s'est maintenu à 2,1 €, au prix d'une distribution de près des 2/3 du

¹ Ces chiffres sont issus du rapport annuel 2006, p. 15. Par ailleurs, le ROE de 2006 est basé sur un calcul des capitaux propres en normes IFRS, ce qui n'était pas le cas du ROE de 2003.

résultat. Bien entendu, une partie importante des salariés étant actionnaires, ils ont aussi profité d'une partie de cette rentabilité sous forme de dividendes ou de plus-values. Néanmoins, les salariés ne détiennent jamais que 7 % de l'ensemble du capital, et pour des valeurs très variables selon la capacité d'épargne des salariés.

Il est important de constater que l'existence d'un actionnariat salarié significatif qui, *a priori*, devrait permettre de se soustraire en partie au contrôle externe des actionnaires, ne se traduit pourtant pas par la moindre remise en cause de la création de valeur actionnariale.

La Société Générale est un exemple typique des grandes sociétés françaises, qui après avoir connu la tutelle directe de l'Etat puis la protection relative des participations croisées, sont désormais confrontés à un actionnariat dispersé, dans lesquels les investisseurs institutionnels étrangers pèsent un poids considérable. Dans ce contexte, l'indépendance du groupe est très fragile, au sens où il est toujours sous la menace d'une prise de contrôle plus ou moins amicale de la part d'autres groupes bancaires, étrangers ou hexagonaux, comme en a témoigné la tentative d'OPA de la BNP en 1999. Dès lors, l'actionnariat salarié a joué un rôle déterminant pour constituer un bloc d'actionnaire stable capable de peser face à un actionnariat très dispersé. L'ensemble de la politique d'épargne salariale de la Société Générale s'est ainsi orientée vers le développement de l'actionnariat salarié. L'intéressement a été privilégié sur la participation, car il pouvait être abondé dans le cadre du plan d'épargne entreprise. Les fonds d'actionnariat salarié ont bénéficié d'un taux d'abondement beaucoup plus élevé que les fonds diversifiés, tandis que la pratique régulière des augmentations de capital réservées permettait encore d'accroître l'incitation financière à l'actionnariat salarié via une décote de 20 %. Enfin, le bénéfice des systèmes d'épargne salariale a peu à peu été étendu à l'ensemble des salariés du groupe, qu'ils soient en France ou à l'étranger, permettant ainsi d'accroître encore les flux versés dans les fonds d'actionnariat. La Société Générale a ainsi réussi à mettre en place un système d'épargne salariale qui permet, chaque année, d'amener les salariés à placer une part importante dans le capital de la société. Le fait que les salariés soient le premier groupe d'actionnaires de la Société Générale, ne s'est certes pas traduit par une remise en cause de l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire, mais elle a permis à la société (et à son management) de conserver jusqu'à présent son indépendance¹.

¹ Y compris après les remous provoqués en janvier 2008 par « l'affaire Jérôme Kerviel » du nom d'un trader de la banque qui aurait réussi à s'affranchir des systèmes de contrôles internes pour dissimuler prises de positions non couvertes, entraînant une perte estimée à 4,9 milliards d'euros pour la banque.

Sous-section 2.2 - Le groupe Casino : de l'actionnariat salarié défensif à la rémunération financière

Au sein du groupe de distribution Casino, l'actionnariat salarié est une longue tradition qui a fait l'objet d'un certain développement du temps où la famille Guichard contrôlait le groupe. Ce fut en particulier le cas dans les années quatre-vingt dix où, la famille Guichard ne contrôlant plus qu'une minorité relative du capital, la société Casino fut l'objet d'une tentative de prise de contrôle hostile de la part du groupe Promodes qui échoua notamment grâce au concours des salariés actionnaires. L'opération se termina par le rachat amical du groupe Casino par le groupe Rallye¹ qui détient désormais la majorité du capital. Depuis lors, l'actionnariat salarié ne semble plus faire l'objet d'une attention particulière si ce n'est pour fournir un complément de rémunération. Le contrôle du capital n'étant plus une nécessité pour le nouveau dirigeant, l'actionnariat salarié n'a plus été soutenu.

2.2.1 - Une longue tradition d'intéressement et de participation aux résultats

La pratique du partage des profits par le Groupe Casino est ancienne (son accord de participation date de 1969) et s'est longtemps inscrite dans la tradition d'un groupe familial cherchant à fidéliser ses salariés. Jusqu'aux années quatre-vingt, le partage des profits s'est développé dans l'optique de renforcer l'appartenance au groupe, mais a évolué au cours des années quatre vingt dix pour intégrer davantage d'éléments de performance, brouillant les différences entre participation et intéressement. Par ailleurs, le groupe, en parallèle de son développement international, a généralisé le partage des profits aux salariés de ses filiales étrangères, essentiellement via des accords d'intéressement.

¹ Le groupe Rallye est un groupe de distribution dirigé et contrôlé par Jean-Charles NAOURI.

A) Un développement de la participation accentué à partir des années deux mille

Le premier accord de participation, signé le 30 décembre 1969, prévoyait l'application de la participation dans chacune des sociétés du groupe. Le 16 septembre 1988, à la demande des partenaires sociaux, les divers dispositifs ont été fusionnés dans un dispositif unique de groupe. La Réserve Spéciale de Participation (RSP) est calculée individuellement au niveau de chaque filiale¹, puis le montant global de ces RSP était réparti individuellement entre les salariés du groupe proportionnellement à leur rémunération brute annuelle.

Au cours des années quatre-vingt-dix, si les primes issues du partage des profits se développent, c'est surtout grâce à l'accroissement de l'intéressement, la participation progressant moins vite et de manière plus erratique. Il faut attendre l'année 2000 pour voir la participation « rattraper » l'intéressement. En effet, le 26 juin 2001 est signé un avenant à l'accord de participation, applicable rétroactivement à l'année 2000, qui introduit une formule de calcul dérogatoire de la RSP². Désormais, cette dernière est calculée en fonction de la RSP de l'année précédente et de l'évolution du Résultat d'exploitation consolidé³. Le résultat le plus visible de ce nouvel accord, est qu'il a effectivement permis d'accroître le montant de la RSP distribuée au cours des quatre derniers exercices, la rapprochant des niveaux de l'intéressement.

¹ Selon la formule légale $RSP = \frac{1}{2} [(\text{Bénéfice net fiscal} - 5\% \text{ Capitaux propres}) \times (\text{Salaires} / \text{Valeur Ajoutée})]$. Les sociétés du Groupe non filialisées pouvaient posséder leur propre accord.

² Il modifie aussi le périmètre d'application de l'accord, en sortant trois sociétés qui sont détenues à moins de 50 % ou qui ne contribuent pas au résultat d'exploitation consolidé, mais l'élargissant à dix nouvelles sociétés.

³ Selon l'accord de participation signé le 26 juin 2001, la formule de calcul est différenciée en fonction de l'évolution de la « sommes des résultats d'exploitation contributifs consolidés des sociétés du périmètre comparable » : si l'évolution de la variation du Résultat d'exploitation [$i = Re / Re_{n-1}$], d'une année sur l'autre, est $< 5\%$ la réserve globale de participation (P) sera calculée ainsi :

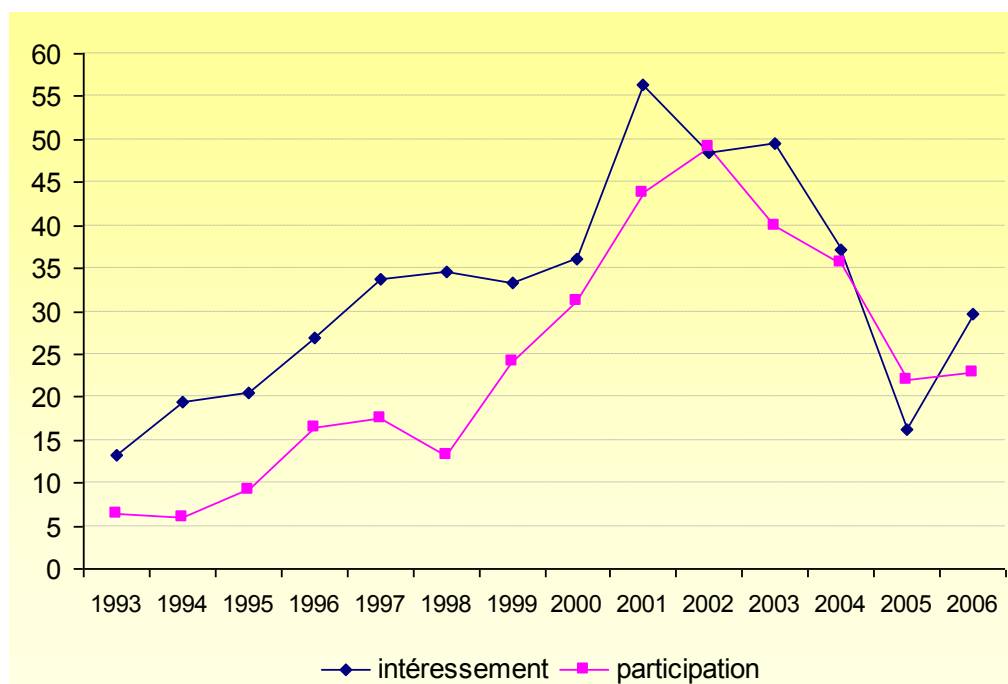
$$P_n = P_{n-1} + (P_{n-1} * i)$$

Si (i) est $> 5\%$, alors une nouvelle formule est applicable, sans pondération pour les 5 premiers pour cent, puis majoré par un coefficient multiplicateur $K = 50\%$ pour la tranche supérieure à 5% :

$$P_n = P_{n-1} + (P_{n-1} * i) + (P_{n-1} * (i - 5\%) * K)$$

La modification du calcul de la RSP permet de lier d'avantage la progression de la participation à la progression des résultats : ainsi, la « prime » constituée par le coefficient multiplicateur en cas de forte croissance des résultats, rapproche cet accord de participation d'un accord d'intéressement. On s'éloigne, en effet, de l'esprit de la participation qui est un droit pour les salariés de se voir octroyer une partie des bénéfices réalisés après rémunération des capitaux propres, pour se rapprocher d'un mécanisme incitatif de rémunération à la performance. L'accord prévoit néanmoins, que si le montant de la RSP était plus favorable avec la formule légale, ce soit l'accord le plus favorable aux salariés qui soit appliqué.

Figure IV-6: Evolution des montants de participation et d'intéressement versés au sein du groupe Casino (en millions d'euros)



Note : Graphique réalisé à partir des données fournies dans les rapports annuels du groupe Casino

Comme le met en évidence le graphique 6, si dans les années quatre-vingt dix, les niveaux de la participation distribuée étaient structurellement inférieurs à ceux de l'intéressement, les choses changent à compter de la signature du nouvel accord de participation en Juillet 2000. A partir de cette année, la participation rejoint les niveaux de l'intéressement, dépassant même celui-ci en 2003, 2004 et 2006. Ce point est important, car la participation ne peut pas être abondée dans le cadre du PEE

B) Un intéressement assis sur les résultats du groupe et sur les performances locales

L'intéressement repose sur un accord de groupe, mais se décompose en deux éléments : un intéressement de « solidarité » basé sur les résultats du groupe et un intéressement « local¹ » lié aux résultats de chaque établissement. Le premier vise à « *affirmer le sentiment d'interdépendance [...] entre les personnels des différentes sociétés du groupe* » en les associant au « *développement collectif de la Société²* ». L'intéressement local est présenté comme un outil de « management » visant à associer « *plus étroitement les salariés aux résultats de leur propre établissement, en leur permettant de percevoir le fruit de leurs efforts³* ». L'objectif n'est d'ailleurs pas seulement incitatif, mais aussi de renforcer le contrôle, puisque cet intéressement local, déterminé et versé trimestriellement, doit permettre à « *chaque directeur de site commercial, grâce à un tableau de suivi mensuel, d'analyser les résultats de chacun [...] et de définir les leviers d'amélioration des performances⁴* ». Cet aspect de l'intéressement donne ainsi toute sa cohérence à la politique de rémunération, en particulier lorsque les augmentations salariales de l'encadrement et des agents de maîtrise sont individualisées et octroyées au « mérite »...

Si le principe d'une formule alliant intéressement de groupe et intéressement par établissement n'a pas varié au cours des années quatre-vingt dix et deux mille, on peut néanmoins constater certaines évolutions renforçant le poids de l'intéressement « solidarité ». Ainsi, jusqu'en 1999, l'intéressement de « solidarité » était déterminé en déduisant de la prime globale d'intéressement, la somme des intéressements locaux⁵. La composante « solidarité » n'était donc qu'un résidu de la somme globale affectée à l'intéressement, la priorité étant accordée aux intéressements locaux. La signature d'un avenant à l'accord d'intéressement le 19 juin 1999, a changé cette hiérarchie, en fixant la part de

¹ L'intéressement est calculé de manière spécifique selon les activités et les sociétés du groupe (Distribution, Cafétéria, logistique, SAV...). Si les formules de calculs peuvent être très différentes d'une société à l'autre, elles sont identiques au sein des établissements d'une même société. Généralement, elles reprennent le principe d'un barème progressif avec coefficient de majoration au fur et à mesure que l'indicateur de performance choisi passe un certain palier. Depuis 1998, le calcul et les modalités de versement ont évolué : certains seuils des barèmes de déclenchement ont été abaissés (ce qui accroît l'intéressement local) et un versement trimestriel a été instauré pour certaines filiales. Parallèlement, les primes individuelles de l'intéressement local, qui étaient calculées de manière identique à l'intéressement de solidarité (90 % en fonction du salaire et 10 % en fonction du temps de présence), sont désormais déterminées entièrement proportionnellement à la rémunération de chaque bénéficiaires.

² Groupe Casino, Rapport annuel 2001, Saint Etienne, page 17.

³ *ibid*

⁴ *ibid*

⁵ La prime globale d'intéressement étant assise sur le Résultat d'exploitation consolidé duquel était amputée une part réservée à la rémunération des capitaux investis, ce qui le rapprochait en partie de la formule de la RSP dans son lien entre bénéfice et rémunération des capitaux propres.

l'intéressement de solidarité à 60 % de la prime globale d'intéressement, et en supprimant le seuil de déclenchement (i.e. le niveau de résultat minimum à atteindre pour pouvoir bénéficier de la prime) de l'intéressement de solidarité. Mais dans l'accord signé le 1^{er} décembre 2000, un nouveau mode de calcul est instauré. Il n'est désormais plus question de prime globale d'intéressement, l'accord précisant seulement que la somme des intéressements locaux et de solidarité ne doit pas excéder « 30 % du résultat net après impôt sur les sociétés (part du groupe) du périmètre défini ». Sous réserve de ne pas dépasser ce plafond, les deux composantes de l'intéressement, « solidarité » et « locale », évoluent désormais de manière autonome.

En fait, l'intéressement de solidarité devient véritablement la « part groupe¹ » de l'intéressement, puisqu'il hérite de la base de calcul de l'ancienne prime globale d'intéressement à savoir l'évolution du Résultat d'exploitation consolidé (REC), minoré d'une rémunération des capitaux investis consolidés². Surtout, le barème de calcul introduit un système de tranches progressives, liées à l'évolution du REC, qui introduisent un pourcentage complémentaire d'intéressement de solidarité lorsque le résultat dépasse certains paliers (voir tableau ci-dessous). Cette majoration complémentaire de l'intéressement en fonction des résultats accroît l'aspect incitatif de l'intéressement en même temps que la part redistribuée aux salariés.

¹ D'autant plus que l'intéressement de solidarité a été étendu, en 2000, à une catégorie particulière du personnel du groupe, à savoir les gérants mandataires de supérettes (environ 4 % des effectifs).

² L'accord fixe à 8,5 %, la rémunération de ces capitaux immobilisés consolidés qui sont égaux aux valeurs nettes comptables des « immobilisations corporelles et incorporelles auxquels s'ajoutent les écarts d'acquisition portant sur les sociétés du périmètre de l'accord. Les immobilisations financières sont exclues des ces capitaux immobilisés consolidés. En 2005, dans le cadre de l'introduction des normes IFRS, le REC est devenu le « résultat opérationnel courant » considéré comme « sensiblement comparable² ». Toujours à cause des normes IFRS qui impliquent une augmentation importante des capitaux immobilisés, la rémunération des capitaux immobilisés consolidés (déduit du ROC pour le calcul de la prime de l'intéressement de solidarité) passe de 8,5 % à 6,4 %. Ces modifications permettent de maintenir la prime globale de l'intéressement de solidarité au même niveau qu'avant l'introduction des normes IFRS.

Tableau IV-7 : barème de calcul de l'intéressement de solidarité

<i>Tranche basée sur REC</i>	<i>Calcul intéressement de solidarité</i>
Si REC < 180,65 Millions €	Intéressement solidarité= (25,15 M € x REC) / 180,65 M€
Si REC = 180, 65 Millions €	Intéressement de solidarité= 25,15 millions d'€
180 M€ < REC < 226,39 M€	Intéressement complémentaire de 3,9 % de cette tranche
226,39 M€ < REC < 272,12 M€	Intéressement complémentaire de 4 % de cette tranche
272,12 M€ < REC < 317,86 M€	Intéressement complémentaire de 4.2 % de cette tranche
REC > 180,65 M€	Intéressement complémentaire de 4, 5 % de cette tranche

Source : Accord d'intéressement du 1^{er} décembre 2000

L'intéressement s'est donc considérablement développé dans les filiales françaises, et ce, en étant de plus en plus lié à des critères de performance. Si les montants distribués connaissent une baisse importante à partir de 2003, c'est à cause des difficultés économiques rencontrées par le groupe et non à cause d'une modification de la politique d'intéressement.

C) Un développement du partage des profits dans les filiales étrangères

Si la totalité des effectifs français sont couverts par l'accord d'intéressement, le partage des profits est aussi appliqué aux salariés des filiales étrangères du groupe. Ainsi, les salariés Vénézuéliens du groupe sont tous couverts par un accord de participation (obligatoire dans ce pays) et plus de 40 % bénéficient d'un accord d'intéressement, tout comme 51 % des salariés d'Uruguay et 13 % de ceux de Colombie. En Asie, ce sont même 97 % des salariés de Thaïlande et 61 % des salariés de Taiwan qui sont couverts par un accord d'intéressement. Ceci démontre une volonté d'étendre les mécanismes de partage des profits aux effectifs internationaux, même si les disparités laissent supposer, qu'au delà, ce sont peut être les spécificités nationales (léislation) ou les traditions d'entreprise (nombre sont des sociétés rachetées qui préexistaient au groupe Casino) qui sont déterminantes.

Tableau IV-8 : Part des salariés du groupe couverts par un accord de partage des profits selon les zones géographiques

	France	Venezuela	Colombie	Taiwan	Thaïlande	USA	Océan indien
Part des salariés couverts par un accord de participation	100%	100%					87%
Part des salariés couverts par accord d'intéressement	100%	66%	26%	40%	90%	26%	99%

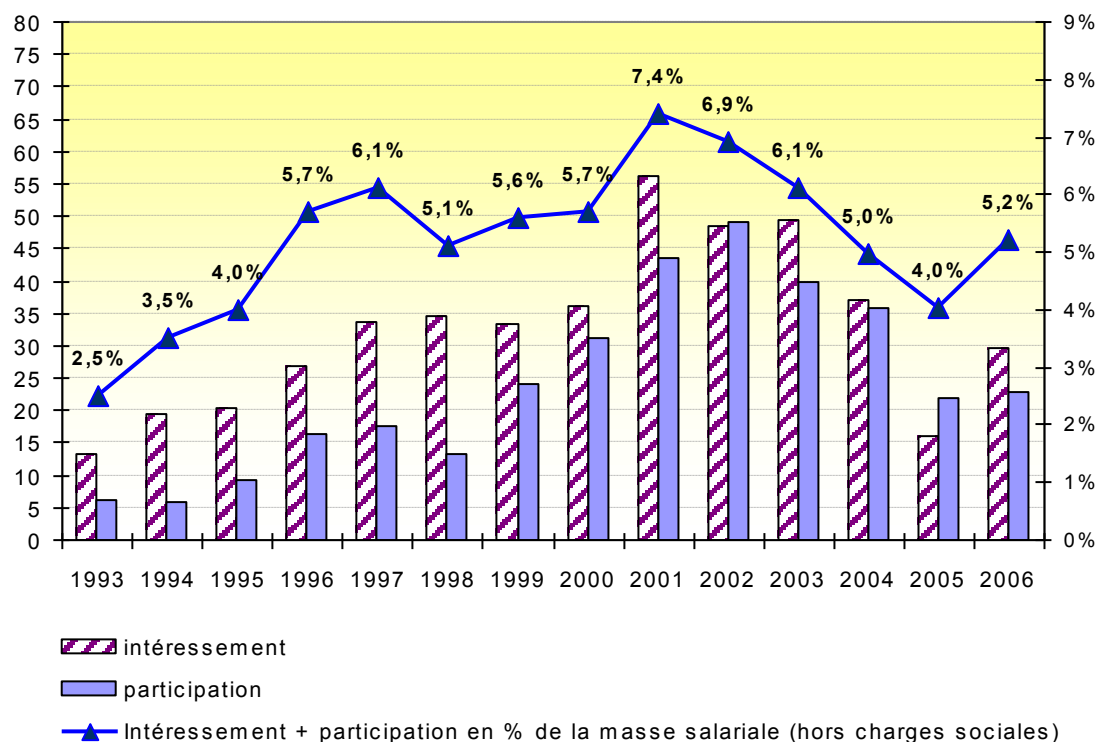
Sources : Rapports annuels et bilans sociaux.

D) Une volonté de développer la participation et l'intéressement comme composante permanente de la rémunération

Le développement de la participation et de l'intéressement est bien un axe majeur de la politique sociale du groupe Casino. Ce développement tend à brouiller la différence entre participation, intéressement de solidarité, pour s'orienter vers une véritable logique de partage du profit de plus en plus liée aux résultats du groupe. Elle s'inscrit parfaitement dans la logique d'un complément salarial, dans un secteur, où le nombre de salariés à temps partiel est important¹ et où les salaires sont souvent proches du SMIC.

¹ Selon le rapport annuel du groupe, en 2006, Plus de 37 % des salariés Français étaient titulaire d'un contrat à temps partiel.

Figure IV-7 : Evolution des montants versés au titre de l'intéressement et de la participation (en millions d'euros – échelle de gauche) et de leur poids dans la masse salariale non chargée (en % – échelle de droite)



Note : Graphique réalisé à partir des rapports annuels du groupe Casino

En fait, les montants distribués au titre de la participation et de l'intéressement n'ont cessé de progresser au cours des années quatre-vingt dix et jusqu'au début des années deux mille. Comme le montre le graphique 5, alors que les primes d'intéressement et de participation ne représentaient que 2,5 % de la masse salariale en 1993, leur poids est monté jusqu'à 7,4 % en 2001. Les montants distribués ont baissé depuis 2003, et ce en raison d'une très faible progression des résultats du groupe en France (sur lesquels sont basés les formules de calcul de l'intéressement et de la participation), tandis que la croissance était désormais tirée par les filiales étrangères.

La modification régulière des formules de calcul des accords d'intéressement et de participation a abouti à faire progresser les montants distribués aux salariés. Parallèlement à ces systèmes de rémunération, le groupe Casino a aussi développé une politique d'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié à l'époque de l'actionnariat familial. Mais, depuis la prise de contrôle amicale du groupe Rallye, l'actionnariat salarié ne semble plus être une priorité pour le groupe.

Casino, qui semble au contraire privilégier un développement des placements financiers afin de fournir un complément de rémunération aux salariés.

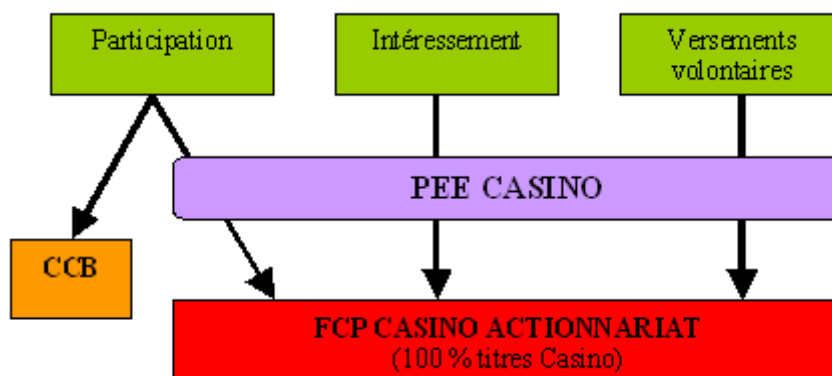
2.2.2 - D'une logique d'actionnariat salarié à une logique de salarié épargnant

Depuis la mise en place du PEE, la politique d'épargne salariale du groupe a évolué. Alors qu'elle était exclusivement orientée vers des placements dans la société (Compte Courant Bloqué et actionnariat salarié), l'offre de placement s'est diversifiée. D'une épargne salariale exclusivement orientée vers l'actionnariat salarié, la politique du groupe semble progressivement avoir privilégié une logique financière centrée sur le rendement de l'épargne.

A) Une développement de l'actionnariat salarié à l'époque de l'actionnariat familial

Mis en place le 1^{er} janvier 1987, le PEE de Casino ouvrait la possibilité pour les salariés de placer leur participation et leurs versements volontaires sur un FCP entièrement investis en titres du groupe. La seule alternative consistait à placer la participation dans un Compte courant bloqué (CCB), au sein de l'entreprise, qui devait utiliser ce CCB pour financer des investissements productifs contre une rémunération annuelle fixée réglementairement. L'épargne des salariés était ainsi exclusivement investie au sein du groupe.

Figure IV-8 : Organisation de l'épargne salariale du groupe Casino (1987 – 1998)



Sources : figure constituée à partir du règlement du PEE

Certes, le groupe ne procède pas à des augmentations de capital réservées aux salariés qui auraient pourtant permis d'octroyer une décote aux salariés sur le prix de souscription des actions. Cependant, le Groupe Casino a développé les plans d'options sur action, bien sûr au bénéfice de l'encadrement, mais aussi des autres salariés. Ainsi, en 1991, la société a procédé à l'attribution d'options de souscription d'actions Casino à l'ensemble de son personnel : chaque salarié s'est vu attribuer vingt options à échéance en 1997. Au final, 27 375 salariés se sont vus attribuer plus de 2,2 millions d'options¹.

Le choix d'une épargne salariale orientée uniquement vers les placements en entreprise comme la généralisation des *stock-options* à l'ensemble du personnel, montrent une nette volonté de développer l'actionnariat salarié de la part de l'actionnaire historique et alors majoritaire, à savoir les héritiers de la famille Guichard Perrachon. Cette orientation va cependant évoluer après la prise de contrôle par le Groupe Rallye.

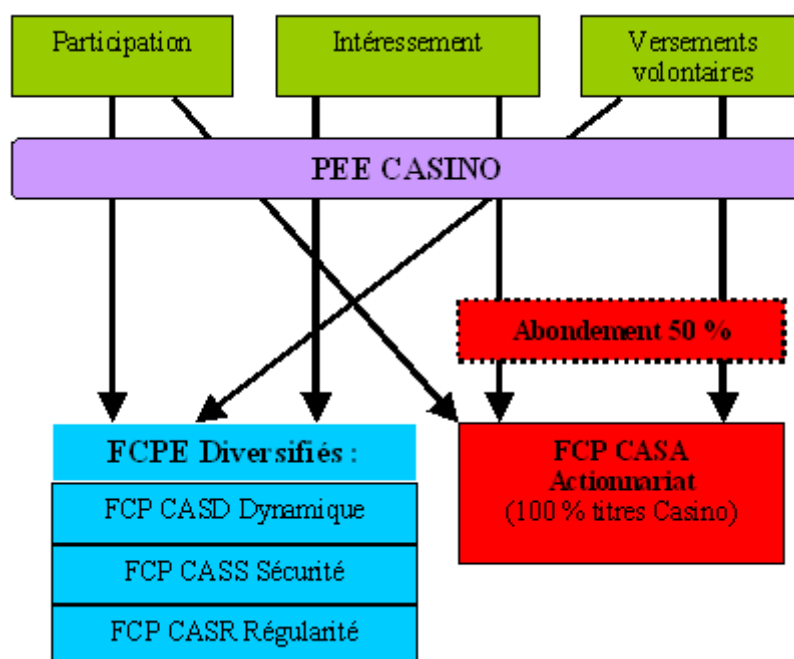
B) La prise de contrôle du groupe Rallye : de l'actionnariat salarié au salarié épargnant.

En 1998, la conclusion d'un nouvel accord de participation et la mise en place d'un nouveau règlement du PEE vont modifier cette architecture. En effet, la possibilité de placer les primes de participation dans un CCB est supprimée. Parallèlement, l'offre de placement en FCPE est élargie proposant à côté du FCPE Casino actionnariat (CASA) investi en titres de l'entreprise, trois autres FCPE diversifiés :

- Fonds Casino dynamique (CASD), investi en actions ;
- Fonds Casino régularité (CASR), investi en obligations, actions et placements monétaires ;
- Fonds Casino Sécurité (CASS), investi en OPCVM et titres de créances négociables.

¹ Par ailleurs, en décembre 1987, l'ensemble des cadres du Groupe ayant un an d'ancienneté ont bénéficié d'options d'achats d'actions représentant, selon leur catégorie, 10, 20, 30 ou 40 % de leur rémunération annuelle. Depuis, selon les mêmes principes, il est attribué, en décembre de chaque année, des options d'achat ou de souscription d'actions aux nouveaux cadres ayant un an d'ancienneté dans le Groupe et il est procédé à un ajustement des options des cadres changeant de catégorie par suite d'une promotion.

Figure IV-9 : Organisation de l'épargne salariale du groupe Casino (1998– 2005)



Sources : figure constituée à partir du règlement du PEE

Ainsi, depuis 1998, il semble que l'objectif soit de « *proposer une offre diversifiée mieux adaptée aux besoins des salariés épargnants*¹ » et non plus de faire investir l'épargne des salariés dans l'entreprise. Ainsi, la participation peut être investie dans le FCPE CAS A ou dans des FCPE diversifiés, mais l'accord prévoit qu'en l'absence de choix du salarié, l'affectation se fait par défaut dans le fonds diversifié CAS S. En 2005, ce fonds recueillait ainsi 71 % de la participation versée au cours de l'exercice.

Par ailleurs, l'abondement s'est développé pour le placement en titres du Groupe (CASA). Le règlement du PEE prévoit que les partenaires s'engagent à définir annuellement le niveau de l'abondement qui sera versé en cours d'année par l'entreprise et à en définir les modalités (barème, proportionnalité, plafond...). Cette périodisation originale rend l'abondement beaucoup plus flexible et l'intègre complètement à la politique salariale.

L'abondement concerne prioritairement l'intéressement. Pour autant, depuis 2001, les versements volontaires des salariés peuvent aussi être abondés dans la mesure où les versements provenant de l'intéressement n'ont pas permis aux salariés d'atteindre le plafond d'abondement. Toutefois, cette

¹ Préambule à l'accord de participation Casino du 16 mars 1998.

extension de l'abondement aux versements volontaires, bien que reconduite chaque année depuis 2001, est considérée par la direction comme une mesure exceptionnelle. D'ailleurs, le pourcentage d'abondement n'a pas évolué, se maintenant à 50 % des versements (intéressement puis versements volontaires). Seul le plafond s'est légèrement accru passant de 750 € à 850 €. Il semble ainsi, que la société Casino cherche à développer l'abondement de façon modérée et contrôlée. Ce nouveau mode d'abondement avantage bien évidemment les salariés les mieux payés¹ et permet de poursuivre l'individualisation des rémunérations selon la capacité contributive des salariés. Malgré cet abondement encourageant l'investissement en actions du groupe, l'actionnariat salarié ne s'est que faiblement développé, en partie par l'absence d'opération d'augmentation de capital réservée aux salariés.

C) Le plan d'actionnariat salarié de 2005 : un dispositif financier plus qu'un support d'actionnariat salarié

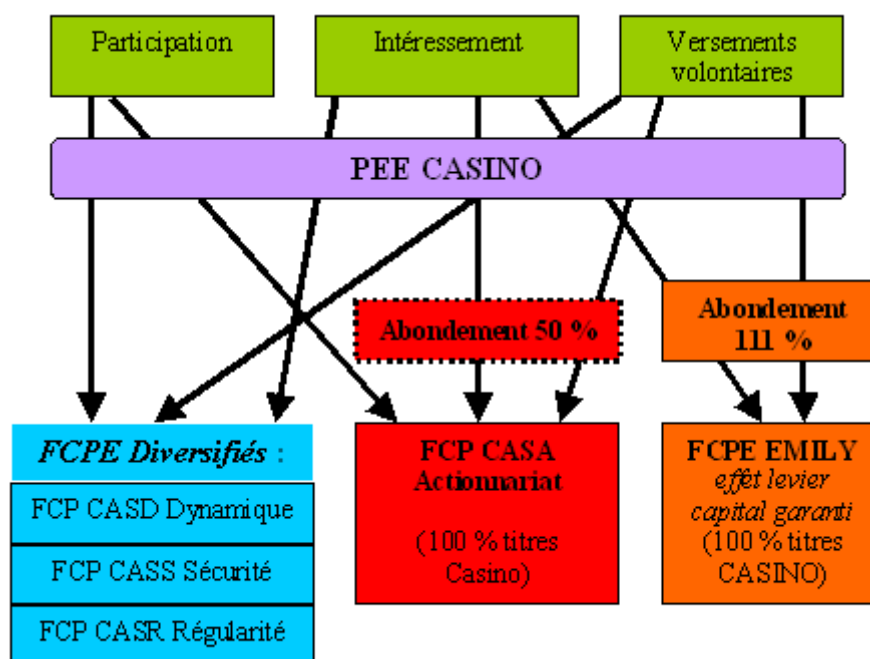
En novembre 2005, le Groupe a lancé un Plan d'actionnariat à effet levier et à capital garanti dans le cadre d'un FCPE baptisé « Emily ». Le FCPE « Emily » est un « fonds à formule² », c'est à dire qu'il s'engage à délivrer à une échéance déterminée, une performance conditionnelle en fonction d'un indice ou d'un panier d'indices ou de valeurs. La performance promise (prédéterminée par une formule de calcul) fait l'objet d'une garantie délivrée par un tiers, la société de gestion du FCPE ne pouvant pas engager ses fonds propres vis à vis de l'investisseur³. De plus, le FCPE Emily est aussi un « fonds garanti », c'est à dire assorti d'une protection totale du capital. Enfin le fonds Emily est aussi un fonds à effet levier qui permettra de démultiplier les rendements par rapport au capital investi.

¹ La majorité des employés touchant des salaires proches du SMIC horaire et souvent dans le cadre de contrats à temps partiel, il est peu probable qu'ils aient des revenus suffisant pour effectuer des versements volontaires sur le PEE.

² "Un fonds à formule est un OPCVM dont l'objectif de gestion est d'atteindre, à l'expiration d'une période déterminée, un montant final ainsi que de distribuer, le cas échéant, des revenus, par application mécanique d'une formule de calcul prédéfinie, reposant sur des indicateurs de marchés financiers ou des instruments financiers. En contrepartie de l'engagement ainsi décrit, la réalisation de cet objectif de gestion doit être garantie par un établissement de crédit dont le siège social est situé dans l'OCDE, soit vis-à-vis de l'OPCVM, soit vis-à-vis des porteurs de part(s) ou d'action(s)". COMMISSION DES OPERATION DE BOURSE (2002), « la régulation des OPCVM à formule », Bulletin mensuel de la COB, n° 374, p. 57.

³ Pour une synthèse sur les fonds à formule se référer à : QUIGUER S. (2005), « les fonds à formule », *Mémoire Master professionnel Banque et finance*, université René Descartes, Paris, 93 p.

Figure IV-10 : Organisation de l'épargne salariale du groupe Casino (depuis 2005)



Sources : figure constituée à partir du règlement du PEE

Concrètement le FCPE Emily¹ va offrir aux salariés :

- Un rendement basé sur la progression moyenne² du cours de l'action de la société CASINO, GUICHARD-PERRACHON à échéance en 2010 (c'est à dire après les cinq années de blocage obligatoire de l'épargne salariale).
- Un effet levier via un abondement sous formes d'actions gratuites de 111 % qui permettra donc au salarié de voir le rendement de son capital initial multiplié par 5,5 (111% sur 5 ans).
- Une garantie du capital de l'épargnant salarié, majorée d'un taux d'intérêt capitalisé garanti de 2,8 % par an (soit 14,85 % sur cinq ans).

En d'autres termes, si le cours du titre Casino est inférieur ou égal au prix de souscription à l'issue des cinq années de placement, le salarié est assuré de récupérer son capital augmenté de 14,85 %. En revanche, si le titre s'est apprécié, le salarié recevra un rendement basé calculé sur l'évolution moyenne du titre au cours des cinq années multiplié par 5,5 (effet de levier permis par l'abondement en actions gratuites).

¹ Pour les détails de l'opération voir Communiqué du groupe Casino, « mise en place d'un plan d'actionnariat salarié, Saint-Étienne, 8 novembre 2005, 4 p.

² Cela signifie que le rendement pour le salarié sera déterminé par le montant de son placement à la souscription multiplié par l'écart de variation entre le prix de souscription de l'action Casino et la moyenne pondérée du cours de l'action sur 60 mois. Par rapport à un calcul classique basé sur la différence entre prix du titre à l'échéance et le prix à la souscription, la variation est moins importante, donc moins profitable en cas de hausse des cours mais moins risquée en cas de baisse.

Si le FCPE Emily semble être un placement financier avantageux, en revanche, il semble moins axé sur la logique d'actionnariat salarié. Tout d'abord, le plan d'actionnariat salarié n'octroie pas de décote sur le prix de souscription. Ensuite, les actions attribuées à titre d'abondement seront essentiellement constituées par des titres déjà détenus en propres par la Société Casino. De même, les actions gratuites attribuées en abondement (à hauteur de 111 %) ne sont pas la propriété du salarié mais ne servent qu'à multiplier le rendement du placement effectué par le salarié. Enfin, et surtout, les salariés ne pourront ni toucher les dividendes ni exercer les droits de vote attachés aux actions qui seront détenus par le FCPE¹.

En raison de ces avantages financiers, 26 % des effectifs en France (Salariés et gérants mandataires) ont souscrits à ce plan. Cependant, malgré son appellation d'actionnariat salarié, ce plan véhicule plutôt une logique de salariés épargnants, puisque les salariés ne pourront exercer pratiquement aucune des prérogatives d'un actionnaire.

Au 31 décembre 2005, l'actif des FCPE représentait 170,9 millions d'€ répartis pour 56,6 % dans le Fonds CAS A, et 43,3 % dans les fonds diversifiées². Il est à noter que, en 2005, le tout nouveau FCPE Emily a devancé le FCPE CAS A, que ce soit en nombre de salariés ayant choisi ce placement (13 600 contre 8 338) comme en montant placés (4,65 millions d'€ contre 4,36 millions d'€). Le placement financier en actions Casino semble donc avoir pris un avantage sur l'actionnariat salarié classique...

2.2.3 - Depuis que le capital est contrôlé, l'actionnariat salarié n'est plus une priorité

L'actionnariat des salariés fut développé à l'époque où le contrôle de la famille Guichard sur le capital du groupe devenait de plus en plus réduit. Mais à partir de l'entrée au capital du groupe Rallye puis de sa prise de contrôle du groupe, l'actionnariat salarié a vu sa part chuter. En effet, depuis, le capital est contrôlé majoritairement par le groupe Rallye, ce qui rend inutile le développement d'un actionnariat salarié.

¹ L'opération prévoit explicitement que les droits de vote ne pourront pas être exercés par les salariés, mais le seront par le conseil de surveillance du fonds, ou siégeront des représentants des épargnants-salariés et de la direction.

² A savoir : 4,39 % pour CAS D, 32,61 % pour CAS S et 6,35 % pour CAS R (Source : FO-Casino, 27 juillet 2006).

A) La part du capital détenue par les salariés reste modeste

A la fin des années quatre-vingt, l'actionnariat salarié s'était considérablement développé au sein du groupe Casino, dans la grande tradition des entreprises familiales du secteur de la grande distribution¹. Ainsi, les salariés détenaient collectivement près de 3 % du capital à travers le FCP CASA, ce qui plaçait alors le groupe dans le peloton de tête des grandes entreprises privées pratiquant l'actionnariat salarié.

Mais, au cours des années quatre-vingt dix et deux mille, la part du capital détenue par les salariés n'a cessé de se réduire diminuant de plus de la moitié pour descendre à 1,2% et ne remonter en 2005, qu'à la faveur du plan d'actionnariat à effet levier.

Tableau IV-9 : Evolution de la part du capital de la Société Casino détenue par les salariés (via PEE et FCPE)

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
2,69	2,71	nd	1,77	1,66	1,52	1,32	1,4	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,33	1,5	1,5	2,33

Source : rapports annuels

Les raisons de la diminution de l'actionnariat salarié sont en grande partie à rechercher dans les nombreuses opérations de fusion et d'acquisition qui, à la fin des années quatre-vingt dix, ont contribué à diluer le capital du groupe². On constate d'ailleurs sur les toutes dernières années une légère remontée de l'actionnariat, probablement due à l'accroissement des primes de participation et d'intéressement, ou à l'effet mécanique des opérations d'annulation de titres, mais aussi à l'effet ponctuel du plan d'actionnariat de 2005.

Cependant, le développement de l'actionnariat salarié ne semble pas être la priorité du groupe, comme en témoigne la nouvelle architecture de l'épargne salariale (diversification des placements), mais aussi l'absence totale d'augmentations de capital réservées aux salariés. L'assemblée générale a bien voté une résolution, en 2001, autorisant le directoire à procéder à

¹ La structure patrimoniale des groupes français de grande distribution se caractérise à la fois par l'importance du capital familial et l'importance de l'actionnariat salarié (KREMER F. (2006), « la grande distribution : vers une croissance maîtrisée et partagée », *La France industrielle en question*, Dir. COLLECTIS G. et LUNG Y., Etudes de la Documentation Française, pp. 127-144.

² De même que la pratique du paiement de dividendes en actions, d'émissions d'obligation payable en action ou de bon de souscription d'actions.

une augmentation de capital réservée aux salariés adhérent au PEE, mais jusqu'à présent, il n'y a pas eu d'application. Et il n'y en aura peut être pas. En effet, lors du vote des résolutions, le directoire a clairement expliqué qu'il faisait voter cette résolution seulement pour se conformer à la Loi du 19 février 2001, qui oblige l'Assemblée Générale extraordinaire à se prononcer sur une telle mesure à chaque fois qu'il est procédé à une augmentation de capital et/ou tous les trois ans si les actions détenues par les salariés représentent moins de 3 % du capital social. Même le récent plan d'actionnariat via le FCPE Emily n'a pas été couplé avec une augmentation de capital réservée : l'attribution de titres au FCPE s'est faite par la cession et le transfert des titres détenus en propres par la société (auto détention/autocontrôle).

S'il peut paraître surprenant qu'une entreprise, qui a été autrefois en avance sur l'actionnariat salarié, semble aujourd'hui montrer aussi peu d'engouement à son développement, il peut y avoir quelques éléments explicatifs liés l'évolution de la structure du capital de la société Casino.

B) La faiblesse du contrôle familial avait amené à développer l'actionnariat des salariés

Historiquement, la Société Casino est une entreprise familiale fondée et détenue par la famille Guichard. Celle-ci était ainsi l'actionnaire de référence jusqu'au début des années quatre-vingt dix, détenant 26,6 % du capital et 40 % des droits de vote¹. Ce contrôle était complété par des prises de participation croisées avec les groupes de grande distribution étrangers Ahold (Pays Bas) et Argyll Group PLC (grande Bretagne) qui détenaient chacun environ 2 % du capital. Ensuite, le capital était bouclé grâce au développement de l'actionnariat salarié (épargne salariale orientée exclusivement vers l'entreprise, généralisation des plans d'option sur action à l'ensemble du personnel) qui permettait aux salariés de détenir plus de 2,5 % du capital.

¹ En 1996, La famille Guichard possédait encore 42.8% du capital et 60% des droits de vote. La plupart des données factuelles citées ici sont tirées de : GALESNE A. et SALMON P. (1998), « les OPA-OPE de Promodès et Rallye sur Casino : analyse d'un cas d'école (sept. 1997- Fév. 1998) », *Cahier de Recherche du CERIFA*, Rennes, n° 38, 150 p.

Tableau IV-10 : Evolution de l'actionnariat du groupe Casino (en % du capital)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Public	55,9	56,8	56,5	58,6	58,8	39,3	39,6	38,4	40	39,4	37,5	39,3	43,9	46,3
Groupe Rallye	26,4	26	28,3	28,8	28,7	51,8	51,6	51,9	49,4	49,4	49,9	50,6	48,3	47,3
Famille Geoffroy Guichard	11,2	10,9	9,21	7,79	7,8	4,6	4,6	3,7	3,2	3,1	3,03			2,08
Ahold France	2,1	2,08	2,03											
Argyll Group PLC	2,1	2,08	2,03											
Galeries Lafayette								2,2	1,9	1,9	1,88	2,2	1,9	1,83
Groupe CNP												2	2	1,94
FCP salariés	1,77	1,66	1,52	1,32	1,4	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	2,33
Autocontrôle	0,6	0,51	0,48	3,49	3,3	3,1	3	2,7	4,2	4,8	6,38	4,1	2,4	0,21

Source : Tableau établi à partir des rapports annuels du groupe Casino

Pourtant, le contrôle familial était fragile, car il était en fait très éclaté : en 1997, la Famille Guichard comptait pas moins de 405 membres dont 220 étaient actionnaires de la société. Face à cette situation, et aussi afin de se développer, le groupe Casino fait alliance avec le Groupe de distribution Rallye (dirigé par Jean-Charles Naouri). Cette alliance s'est traduite par l'entrée au capital de Casino du groupe Rallye, qui en 1992, détenait 29,8 % des droits du capital et 23,5 % des droits de vote. L'actionnariat familial bien que possédant plus de 18,8 % du capital conservait toutefois 29,8 % des droits de vote et surtout maintenait son contrôle effectif sur la direction du groupe en raison du statut de commandite par action de la société¹. Néanmoins, dès cette date, le groupe Rallye devenait l'actionnaire de référence de la société.

L'OPA hostile déclenchée en 1997 par le groupe de distribution Promodès allait accélérer l'effacement progressif de l'actionnariat familial. Face à cette OPA inamicale, le groupe Rallye a joué le « chevalier blanc », formulant une contre-proposition d'OPE² qui lui permit de prendre le contrôle de la majorité du capital de Casino, tandis que la part contrôlée par la famille Guichard

¹ Une société en commandite par actions ou SCA est une structure juridique originale pour laquelle on distingue deux types d'associés : Les *commanditaires* sont les actionnaires de la société, et ne sont responsables des dettes qu'à concurrence de leur participation au capital. Les actions sont nominatives. L'assemblée des commanditaires suit les mêmes règles que dans une société anonyme (SA). Les *commandités* ont le statut de commerçants, et sont nommés par les commanditaires. Ils sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes sur leurs biens propres. Ils peuvent être également commanditaires. L'assemblée des commandités suit les mêmes règles que dans une société en nom collectif (SNC). La société est administrée par des *gérants* nommés par les commanditaires avec l'accord des commandités. Ils sont contrôlés par un conseil de surveillance composé de commanditaires

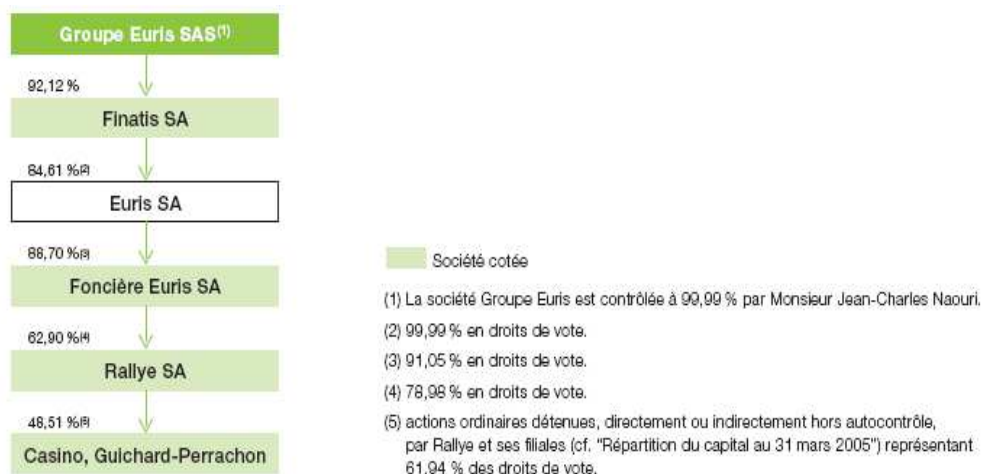
² L'OPE de Rallye présentait la particularité d'être quasi intégralement financée par des paiements à termes et de titres optionnels.

passait en dessous de 5 %¹. La position des actionnaires salariés lors de l'OPE Promodès fut d'ailleurs identique à celle de la famille Guichard : les salariés actionnaires (détenant alors via le FCPE, 1,4 % du capital et 1,8 % des droits de vote) rejetèrent l'offre de Promodès, puis décidèrent d'apporter leurs titres à hauteur de 50 % à l'offre d'échange de Rallye².

C) Un capital désormais contrôlé qui rend inutile l'actionnariat salarié

Depuis 1999, le capital du groupe Casino est désormais largement contrôlé par le Groupe Rallye, et la Société Casino est désormais une filiale du groupe Rallye lui même contrôlé par le Groupe EURIS intégralement détenu par Jean-Charles Naouri, actuel PDG de Casino (cf. Figure 1).

Figure IV-11 : Organisation capitalistique du contrôle de la société Casino



Source : rapport annuel 2006

Ainsi, en janvier 2007, Rallye détenait plus de 50 % du capital de Casino et plus de 61 % des droits de vote, lui assurant un contrôle majoritaire. Par ailleurs, les investisseurs étrangers semblaient être très peu présents dans le capital de la société dont il ne détenaient que 6,57 % (cf. Tableau 11).

¹ Outre les effets directs de l'OPE, le groupe Rallye a bénéficié de l'exercice de Bons de Souscription d'Actions (BSA) et du doublement du droit de vote attaché aux actions détenues depuis plus de quatre ans prévu par les statuts de la société. Cf. GALESNE A. et SALMON P., op.cit., p. 122.

² Ibid. p. 119. Pour autant les salariés agirent aussi avec des moyens plus classiques de mobilisation : manifestations, appels aux élus....

Tableau IV-11 : Actionnariat de la société Casino (janvier 2007)

Actionnaires	% du capital	% droits de vote
Rallye S.A. (Jean-Charles Naouri)	50,18	61,9
Salariés	2,51	2,7
Famille Geoffroy-Guichard	2,3	nd
Galeries Lafayette S.A.	2,12	1,4
Caisse des Dépôts et Consignations / CNP	1,98	1,3
total investisseurs français	62,19	
Allianz (Allemagne)	1,32	nd
total investisseurs étrangers	6,57	
Non identifiés	31,24	

Sources : Shareworld – Lereps et rapport annuel

L'éventuel besoin de développer un actionnariat salarié dans une stratégie d'enracinement ou de protection contre les acquisitions hostiles n'est donc plus de mise, le dirigeant de la société étant aussi son propriétaire. Ceci est cohérent avec l'analyse de S. TREBUCQ¹, qui considèrent que dans les groupe familiaux du SBF 250, l'actionnariat salarié n'est développé que de manière « opportuniste », c'est à dire que lorsque que le besoin de consolider le contrôle du capital par la l'actionnariat familial se fait sentir.

2.2.4 - Malgré le contrôle du capital, la création de valeur pour l'actionnaire reste une priorité

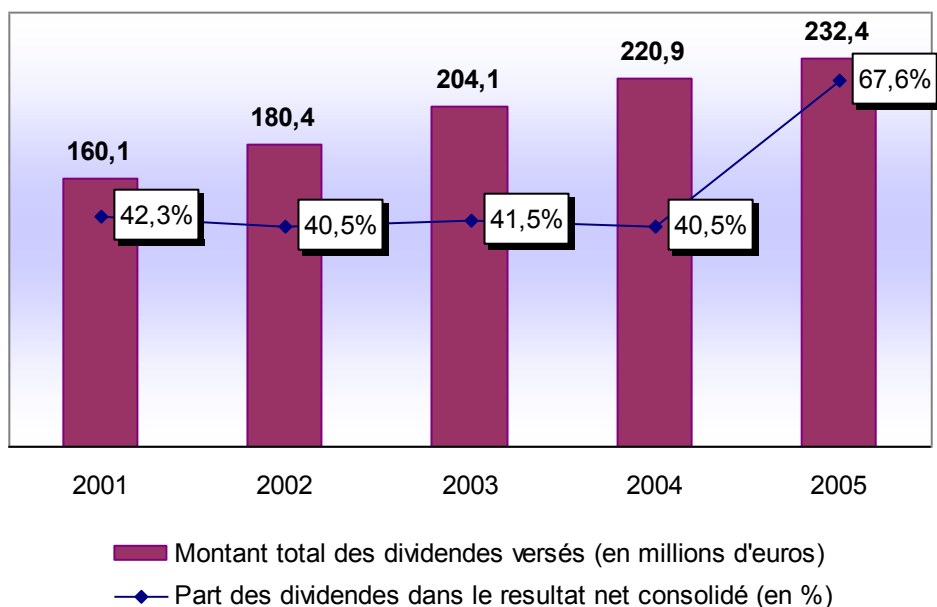
Bien que le groupe Casino soit redevenu un groupe patrimonial dont la structure du capital le met à l'abri d'une prise de contrôle hostile, l'intérêt financier des investisseurs n'est pas pour autant maltraité.

Comme on peut le voir sur le graphique 12, le montant des dividendes versés n'a cessé de progresser, passant de 160 millions d'euros en 2001 à 232 millions d'euros en 2005, soit une hausse de 45 % en cinq ans. Si la part du résultat distribuée sous forme de dividendes est restée stable entre 2001 et 2004, à hauteur de 40 %, celle-ci a connu une forte progression en 2005,

¹ TREBUCQ S. (2002), « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF 250 : un outil de création de valeur ? », *op.cit*, p. 25.

pour atteindre 67,6 %. En effet, l'exercice 2005 a été marqué par un recul du résultat, en grande partie à cause des contre performances enregistrées sur le marché hexagonal.

Figure IV-12 : Evolution du montant total des dividendes distribués par le groupe Casino



Note : Construit d'après les données issues des rapports annuels

Pour maintenir le montant des dividendes distribués aux actionnaires, le groupe n'a donc pas hésité à distribuer un plus grande par de son résultat. Il est intéressant de rappeler, que la même année, toujours à cause de la faiblesse des résultats français (sur lesquels sont basés l'intéressement et la participation), les salariés voyaient chuter le montant de leur intéressement et de leur participation : la prime globale d'intéressement passa ainsi de 37,5 millions d'euros en 2004, à 16,2 millions d'euros en 2005 (soit une baisse de - 57 %), tandis que la réserve spéciale de participation diminuait de 38 % (22 millions d'euros contre 35,7 en 2004).

La politique d'épargne salariale du groupe Casino semble avoir évolué en même temps que la structure de son actionnariat. Alors que faiblesse du contrôle familial avait entraîné, de la fin des années quatre-vingt au début des années quatre-vingt dix, un développement de l'actionnariat salarié, la prise de contrôle par le groupe Rallye a entraîné un réorientation de la politique d'épargne salariale. Celle-ci semble désormais viser à développer l'intéressement et la participation et à proposer aux salariés une offre d'épargne diversifiée ou axée sur les performances financières et la sécurisation (plan Emily). Plus que de constituer un fort actionnariat salarié, devenu inutile maintenant que le capital est contrôlé, l'épargne salariale

semble avoir pour objectif de fournir un complément de rémunération flexible et avantageux fiscalement, dans un secteur où les salaires sont relativement faibles et le *turn-over* du personnel important.

Comme nous avons pu le voir à travers l'analyse de la politique d'épargne salariale de ces deux groupes, l'entreprise a effectivement la capacité de développer l'actionnariat salarié en utilisant les incitations financières (abondement décote), ou l'offre de placement pour inciter significativement les salariés à investir en titre de la société. Lorsque la société est menacée par une prise de contrôle hostile, les salariés actionnaires peuvent alors jouer un rôle important pour sauvegarder l'indépendance de la société (comme à la Société Générale), et à leurs corps défendant, les intérêts des dirigeants. Néanmoins, lorsque le problème du contrôle se trouve résolu, l'entreprise peut avoir tendance à ne plus développer sa politique d'actionnariat salarié (cf. Casino) et n'utilise plus l'épargne salariale que comme un simple dispositif de rémunération flexible et avantageux fiscalement et socialement. En dehors de périodes critiques pour le contrôle du groupe, les salariés, même lorsqu'ils sont aussi actionnaires, ne semblent pas en mesure de s'imposer significativement dans la gouvernance et la gestion de la firme.

Le développement d'une épargne salariale majoritairement orientée vers l'actionnariat salarié ne répond pas prioritairement à un besoin de financement des entreprises. Dans de nombreux cas, les dirigeants d'entreprise cherchent avant tout à contrôler indirectement une partie du capital afin d'empêcher d'éventuelles prises de contrôle hostiles. Cela leur est d'autant plus aisé, qu'ils peuvent utiliser une partie des ressources financières de la firme, pour distribuer de l'intéressement et de la participation, financer des abondements ou des décotes qui seront, dans une large mesure, placés en titre de l'entreprise. Par ailleurs, la gestion de l'épargne salariale au sein de FCPE ou de SICAV limite dans beaucoup de cas le pouvoir des salariés actionnaires qui se trouvent pris entre la gestion courante confiées aux sociétés de gestion, et des droits de votes qui restent souvent contrôlés indirectement par l'employeur. Si l'intérêt des dirigeants est clairement de se soustraire au marché du contrôle, la création de valeur comme norme de rendement et de redistribution aux actionnaires n'est en revanche pas mise en cause, le développement de l'épargne salariale s'inscrivant aussi dans une logique de flexibilisation et de modération des coûts salariaux. Même en matière d'épargne salariale et d'actionnariat salarié, les intérêts des salariés se trouvent relégués au profit d'un compromis entre

dirigeants (qui conservent le contrôle de la société¹) et investisseurs institutionnels (auxquels il est garanti un niveau de retour sur investissement)².

¹ Sur la permanence du pouvoir des dirigeants de grande firme à l'heure de la financiarisation, voir PETIT P. (2004), « d'un capitalisme managérial...à l'autre », Colloque John Kenneth Galbraith, 22 et 25 septembre, Paris, 16 p. ; GALBRAITH J.K. (2005), *les mensonges de l'économie*, Grasset et Fasquelle, 87 p.

² Sur le compromis « de classe » établi entre investisseurs et managers, lire notamment: DUMENIL G. et LEVY D. (2005), "Finance and management in the dynamics of social change. contrasting two trajectories : United States and France ", *After the deregulation : the financial system in the 21st century*, *Center of global Political Economy*, Univesity of sussex, 26-28 mai, 22 p.

Conclusion Générale

Le développement important de l'épargne salariale depuis les années quatre-vingt dix en France prétend répondre à de multiples objectifs pas nécessairement compatibles. Au niveau de l'entreprise, ces formes de rémunérations sont instaurées dans une optique de motivation des salariés et de rémunération à la fois flexible et avantageuse financièrement. Au niveau macroéconomique, les pouvoirs publics promeuvent l'épargne salariale tout à la fois comme un nouveau compromis capital/travail, un moyen de redistribution de « pouvoir d'achat », un instrument de patriotisme économique, ou encore une source de financement des pensions de retraite.

L'objectif de ce travail était de proposer un angle d'analyse différent de la majorité des travaux d'économie et de gestion portant sur l'étude des dispositifs d'épargne salariale. En effet, la plupart des analyses se situent dans le cadre conceptuel micro-économique des incitations contractuelles. De ce point de vue, l'épargne salariale ne peut être mise en place dans une entreprise que parce qu'elle constitue une incitation efficace, apte à pousser les salariés à s'acquitter de leurs obligations contractuelles vis à vis de la firme qui les emploie. Cependant, même en adoptant ce cadre d'analyse, les théories divergent sur l'efficacité des dispositifs d'épargne salariale, notamment en raison de leur caractère collectif. D'un côté, les théories dites de la « valeur actionnariale » (théorie des droits de propriété, théorie de l'agence, théorie des contrats incomplets, théories néo-institutionnalistes) postulent l'inefficacité de telles formes de rémunération, au motif qu'elles affaibliraient les structures de contrôle et de gouvernance de la firme capitaliste traditionnelle (en remettant en cause les droits résiduels de l'employeur/propriétaire) sans pour autant y substituer des formes efficaces de coordination (en raison des risques de comportements opportunistes). De l'autre, un certain nombre d'auteurs, favorables à un fonctionnement partenarial de la firme, considèrent au contraire que les dispositifs de participation aux bénéfices ou au capital peuvent constituer une forme efficace d'incitation en raison de ses effets positifs sur la coopération des salariés (contrôle mutuel, partage de l'information, incitation à l'investissement en capital humain spécifique...). Les études statistiques sur le lien entre dispositif d'épargne salariale et productivité, sont souvent nuancées et parfois contradictoires, si bien qu'il semble délicat de trancher définitivement sur ce point.

Notre travail avait pour objectif de proposer une approche alternative, considérant les dispositifs d'épargne salariale tels qu'ils sont, à savoir des dispositifs légaux, négociés collectivement et orientés vers une logique redistributive bien plus qu'incitative. C'est pourquoi, en nous intéressant à l'évolution réglementaire des dispositifs d'épargne salariale en France, nous avons considéré que ceux-ci étaient désormais développés dans une optique redistributive et financiarisée (développement des plans d'épargne, et des FCPE). Mais surtout, si cette forme de redistribution connaît un fort développement, c'est que l'épargne salariale constitue une rémunération tout à fait compatible avec la création de valeur pour l'actionnaire, notamment par rapport aux augmentations de salaire. En effet, les exigences de rentabilité induites par la valeur actionnariale se traduisent au niveau des entreprises par une mise sous pression des frais de personnel dans le but de maximiser les flux de trésorerie distribuables aux actionnaires. Dans ce cadre, l'épargne salariale présente l'intérêt de bénéficier d'un statut fiscal et social très avantageux par rapport au salaire, et permet donc de distribuer un supplément de rémunération à moindre coût pour l'entreprise. Par ailleurs, en tant que rémunération variable, l'épargne salariale permet de flexibiliser la masse salariale et limite son accroissement via un effet déport. A ces avantages directement liés à la masse salariale, il peut aussi exister un avantage financier lié au caractère différé de ces rémunérations. Celles-ci, obéissant à un rythme de décaissement beaucoup plus long que pour un salaire, n'accroissent pas le besoin en fonds de roulement, et, lorsque l'épargne des salariés est investie en titres de l'entreprise, elle peut même se traduire par un accroissement du fonds de roulement. De ce point de vue, le développement des dispositifs d'épargne salariale est susceptible de favoriser la trésorerie des entreprises, *et in fine* la réalisation des objectifs de création de valeur puisque c'est à partir des flux de trésorerie disponibles que seront payés les dividendes ou financées les opérations de rachat d'actions.

L'analyse statistique des données d'un échantillon d'entreprises issu de deux enquêtes de l'INSEE et de la DARES, aboutit à des résultats nuancés. Ainsi, si une association statistique entre une situation de trésorerie favorable et l'existence d'un accord d'intéressement ou le versement de primes de d'intéressement ou de participation a pu être établie, la causalité exacte de cette association exigera de mener des investigations plus poussées, idéalement à partir de données détaillées fournies par certaines centrales de bilan. Si ces résultats nous autorisent à maintenir l'hypothèse d'une influence positive des dispositifs de participation aux bénéfices sur la situation de trésorerie des entreprises, l'analyse statistique fait clairement apparaître que l'existence d'un actionnariat salarié n'est pas discriminante quand à la situation financière de la

société. Ce résultat, n'est cependant nullement contradictoire avec notre problématique générale (l'épargne salariale au service de la création de valeur), puisque la création de valeur actionnariale pousse à une gestion restrictive des capitaux propres, y compris au prix de rachats et d'annulation de titres, dont les effets réduisent dans une très large mesure l'apport de liquidités des opérations d'augmentation de capital réservées aux salariés.

En fait, si l'épargne salariale continue d'être très majoritairement d'être investie dans des fonds d'actionnariat salarié, c'est que les directions d'entreprises (et les pouvoirs publics) encouragent financièrement ces pratiques (abondement, décote) car les sommes ainsi placées leur permettent de contrôler indirectement une partie du capital de la société notamment dans le but de limiter leur exposition au risque de prise de contrôle hostile. En effet, en privilégiant le versement de primes d'intéressement et de participation (plutôt que des augmentations générales de salaire) certaines directions d'entreprise, en plus d'un intérêt financier immédiat (statut fiscal et social attractif, décaissements espacés), peuvent trouver un intérêt patrimonial lorsque ces primes sont investies en titres de l'entreprise. En effet, les sommes placées sur des fonds d'épargne salariale (FCPE, SICAV) sont généralement indisponibles pendant au moins 5 ans, tandis que les directions d'entreprises conservent souvent la haute main sur la gouvernance de ces fonds en siégeant au conseil de surveillance des FCPE ou au conseil d'administration des SICAV, et contrôlent *de facto* les droits de vote attachés aux actions détenues par les salariés. C'est pourquoi des entreprises dont le capital est très dispersé ou dont la part détenue par l'actionnaire de référence est insuffisante, peuvent développer une épargne salariale investie en titres de l'entreprise pour renforcer un bloc actionnarial de contrôle. C'est dans cette optique que l'actionnariat salarié avait été développé par le groupe de distribution Casino : la part de l'actionnariat familial historique se réduisant au fur et à mesure de la croissance de la société, le développement de l'actionnariat des salariés a pu apparaître comme un moyen de prolonger le contrôle de l'actionnaire historique ou tout au moins lui conserver un pouvoir décisif quant au devenir de l'entreprise. Ainsi, en 1998, les actionnaires salariés appuieront la direction de Casino pour repousser l'OPA hostile de Promodés et soutenir l'offre du groupe Rallye. Depuis, le capital étant désormais largement contrôlé par Rallye (lui même détenu par la holding de J-C Naouri), le développement de l'actionnariat salarié ne semble plus être une priorité si ce n'est pour distribuer un supplément de revenu (mise en place d'un plan à effet levier). Dans la même logique, le groupe bancaire Société Générale, privatisé en 1987, était confronté à l'absence d'actionnaire de référence, du fait d'une très grande dispersion de son capital. Une politique volontariste d'épargne salariale orientée vers l'actionnariat salarié, a permis aux salariés d'être,

depuis 20 ans, les premiers actionnaires de la Société Générale. Cet actionnariat salarié a contribué à maintenir l'indépendance du groupe que ce soit lors de la tentative d'OPA hostile de la BNP en 1999, ou lors des récents déboires financiers liés au *subprimes* ou aux opérations « imprudentes » de certains salariés.

Les analyses menées dans le cadre de ce travail présentent bien entendu un certain nombre de limites. Tout d'abord, comme nous l'avons souligné, certaines données ayant servi pour l'analyse statistique fournissent des informations limitées : ainsi, la variable qualitative de « situation de trésorerie » est issue d'une enquête basée sur les déclarations des directions d'entreprise : elle reflète ainsi la situation tendancielle de trésorerie de la société au cours d'une période donnée. Elle ne nous permet donc pas d'avoir d'éléments quantitatifs sur les fluctuations exactes de la trésorerie, ni des éléments qui contribuent à son évolution (clients, fournisseurs....). La variable « d'actionnariat salarié » est - elle aussi - en décalage avec notre problématique puisqu'elle indique seulement la présence de salariés au capital de la société, sans préciser si au cours de l'exercice comptable concerné, il y a eu effectivement distribution d'actions aux salariés sous forme d'augmentation de capital réservée ou de rachat d'actions. Plus largement, l'analyse factorielle menée ne permet que de mettre en évidence l'existence ou l'inexistence d'une association statistique entre des variables. Une analyse statistique plus poussée, à partir de données comptables plus complètes, mériterait d'être menée afin de nous éclairer davantage sur un éventuel lien entre situation de trésorerie et développement des dispositifs d'épargne salariale.

Les deux monographies présentées pour illustrer l'utilisation des flux d'épargne salariale dans une optique de protection contre les prises de contrôle hostile présentent l'intérêt d'illustrer en détail la politique de certains grands groupes. Il va de soi, que l'on ne peut en tirer la conclusion que l'actionnariat salarié est systématiquement développé dans une optique d'enracinement. Les études statistiques portant sur cette question que nous avons présentées sont beaucoup plus nuancées, notamment car elles insistent sur la situation capitaliste de la société comme déterminant d'une telle stratégie.

Enfin, ce travail a présenté la difficulté de porter sur un thème (l'épargne salariale) en permanente évolution : depuis le début jusqu'à l'achèvement de cette thèse¹, un très grand nombre de mesures législatives sont ainsi venues modifier les dispositifs d'épargne salariale. La tâche fut d'autant moins aisée, que de nombreux objectifs, pas nécessairement compatibles, ont été assignés aux dispositifs d'épargne salariale : le pouvoir d'achat, l'épargne retraite, le patriotisme économique... Nous avons essayé de distinguer ce qui nous semblait constituer la principale explication du développement de l'épargne salariale au cours de la période allant des années quatre-vingt dix à la fin des années deux mille, à savoir la distribution d'un supplément de revenu (privilégié par rapport au salaire) pour des raisons financières. Ce travail ne présage donc pas des possibles évolutions futures de ces dispositifs, notamment au regard de la crise économique et financière en cours actuellement. De son issue, dépendra certainement la place et le rôle de la finance dans l'architecture économique mondiale, et donc du principe de création de valeur et *in fine* de l'évolution de l'épargne salariale.

L'important développement de l'épargne salariale dans les entreprises françaises apparaît ainsi prioritairement guidé par le besoin de distribuer un supplément de rémunération compatible avec la création de valeur exigée par les marchés financiers. Ce qui n'empêche pas que des objectifs secondaires puissent se greffer sur ce développement, et en particulier, le développement d'un actionnariat salarié dans une optique de protection contre les prises de contrôle hostiles. A ce stade, le développement de l'épargne salariale, souvent en substitution au salaire socialisé, répond aux intérêts de la finance et des dirigeants de grandes sociétés. En revanche, si les salariés bénéficiaires (soit un petit peu plus de la moitié des salariés du secteur privé²) profitent assurément d'un supplément de rémunération bienvenu en ces temps de modération salariale, il est peu vraisemblable que l'épargne salariale constitue une réponse réelle aux problématiques salariales : non seulement elle contribue à pérenniser un partage de la valeur ajoutée favorable au capital, mais en plus, actuellement, elle ne permet pas aux salariés actionnaires de constituer un réel contre pouvoir dans l'entreprise.

¹ A l'heure où ces pages sont écrites, le Parlement discute en première lecture le projet de loi « sur les revenus du travail » qui prévoit d'inciter les entreprises à verser davantage d'intéressement via de nouvelles incitations fiscales (exonération de 20 % des sommes distribuées au titre de l'intéressement pour les sociétés mettant en place un accord pour la première fois) et surtout la fin de l'indisponibilité des sommes perçues au titre de la participation.

² 56 % des salariés du secteur marchand non agricole en 2006 selon la DARES.

BIBLIOGRAPHIE

- A. BOUBEL et F. PANSARD (2004), *Les investisseurs institutionnels*, La Découverte, 123 p.
- AFZAR O. et DANNINGER S. (2001), "Profit sharing, employment stability, and wage growth", *Industrial and labor relations Review*, Vol. 53, n° 3, pp. 619-630.
- AGLIETA M. et REBERIOUX A. (2004), *dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, 394 p.
- AGLIETTA M. (1998), Le capitalisme de demain, *Notes de la Fondation Saint Simon*, n° 101.
- AKERLOF G. (1970), the market for lemons: quality, uncertainty and market mechanism, *the quaterly journal of economics*, Vol. 84, Aout, p 488-500.
- ALANCHE P. (2007), « un salarié au conseil d'administration », *Alternatives Economiques*, n° 264, pp. 74-75.
- ALBOUY M. (1999), « théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 81-90.
- ALCHIAN A. (1984), "Specificity, specialization and coalitions", *Zeitschrift für die gesamte staatswissenschaft*, Vol. 97, p. 46.
- ALCHIAN A. ET DEMSETZ H. (1972), "production, information costs, and economic organisation", *American Economic Review*, 62, December, pp. 777-795.
- ALDRICH R. (1887), "Some objections to profit-sharing", *The Quaterly Journal of Economics*, Vol. 1, n° 2, pp. 232-242.
- ALEXANDRE H. et PAQUEROT M. (2000), « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Finance, Contrôle et Stratégie*, Vol. 3, n° 2, pp. 5-29.
- ALLOUCHE J. et AMANN B. (2002), « l'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, pp. 109-130.
- AMBLARD M. (2002), « la comptabilisation des stock-options : comptabilité d'entreprise ou comptabilité d'actionnaire ? », 17 p.
- AMF (2004), « les opérations de rachat d'actions en France : bilan statistique », *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, N° 8, 5 p.
- Ap ROBERTS L. (2000), *Les retraites aux Etats-Unis, sécurité sociale et fonds de pension*, La Dispute, 345 p.
- ApROBERTS L., COLIN T., FRIOT B., PERNOT J-M. et VOLOVITCH P. (2000), *Retraite et épargne salariale : les initiatives d'entreprises*, Rapport financé par la MiRe et la CDC, convention n° 28/98, 140 p.

ARTHUIS J., LORIDANT P. et MARINI P. "les stock-options", *Rapport d'information, Sénat*, n° 274, 1994-1995.

ARTUS P. (1988), « le partage du profit : fondements microéconomiques et effets macroéconomiques », *Annales d'Economie et de Statistiques*, n° 10, pp. 45-73.

ARTUS P. (1998) « la détention d'actions par les salariés modifie le fonctionnement de l'économie », *CDC-Flash*, n° 98-42, 4 p.

ARTUS P. (2006), « deux problèmes sérieux que devra régler le capitalisme s'il veut rester accepté », *Flash-IXIS*, n° 2006-324, 12 p.

ARTUS P. (2007), « jusqu'où la rentabilité et les cours boursiers peuvent monter ? », *Flash-marché*, Natixis, n° 2007-09, 12 p.

ARTUS P. et COHEN D. (1998), *le partage de la valeur ajoutée en France*, La Documentation Française, Rapport CAE, pp. 9-33.

ARTUS P. et DEBONNEUIL M. (1999), « crises, recherche de rendement, et comportement financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », in BERGSTEN F., DAVANNE O. et JACQUET P., *Architecture financière internationale*, Rapport du CAE, la documentation française, n° 18, 241 p.

ARYE BECBCHUCK L., FRIED J. et WALKER D. (2002), "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation", *NBER working paper series*, n° 9068, 98 p.

ASZKENAZY P. (2003), « Partage de la valeur ajoutée et rentabilité du capital en France et Aux Etats Unis : une réévaluation », *Economie et Statistique*, n° 363-364-365, pp. 167-186.

AUBERT N. (2003), « Mécanismes d'incitation et implications pour l'organisation de l'actionnariat salarié : revue de la littérature », *Working Paper CEROG*, IAE-Université Aix-Marseille, n° 669, p. 44-45.

AUBERT N. (2003), « Mécanismes d'incitation et implications pour l'organisation de l'actionnariat salarié : revue de la littérature », *Working Paper CEROG*, IAE-Université Aix-Marseille, n° 669, p. 43.

AUTENNE A. (2000), « l'actionnariat salarié en Belgique : une perspective critique », *Carnets du centre de philosophie du droit*, Université catholique de Louvain, n° 85, 38 p.

AZARIADIS C. (1975), "Implicit contracts and underemployment equilibria", *Journal of Political Economy*, vol. 83, n°6, pp. 1183-1202.

B. ABESCAT, « Les initiés à la barre », *L'Express*, 31 octobre 2002

BAKER G.P., JENSEN M.C. et MURPHY K.J. (1988), "compensation and incentives: practices vs theory", *The Journal of Finance*, Vol. 43, n° 3, pp. 593-616.

BALLIGAND J-P, FOUCAULD J-B, HANOTAUX P.(2000), *l'épargne salariale au cœur du contrat social : rapport au premier ministre*, la documentation française, 374 p.

BARNEY J.B. (1990), "profit sharing bonuses and the cost of debt: Business finance and compensation policy in Japanese electronics firms", *Asia Pacific Journal of Management*, vol .7, n°1, pp49-64.

BARRO J. et BEAULIEU N. (2003), "Selection and improvement: physician responses to financial incentives", *Working paper of National Bureau of Economic Research*, n° 10017, 34 p.

BATSCH L. (2002), *le capitalisme financier*, La découverte, 121 p.

BAUDRU D. et MORIN F. (1999), « Gestion institutionnelle et crise financière : une gestion spéculative du risque », dans Conseil d'Analyse Economique, *Architecture financière internationale*, rapport n° 18, pp. 151-169.

BAUDRY B. et TINEL B. (2003), "Une analyse théorique des fondements et du fonctionnement de la relation d'autorité intra firme", *Revue Economique*, vol. 54, N° 2, mars, pp. 229-252.

BAZZOLI L., KIRAT T. et VILLEVAL M-C. (1994), « Contrat et Institutions dans la relation salariale : pour un renouveau institutionnaliste », *Travail et Emploi*, n° 58, pp. 94-110.

BEATTY A. (1995), "the cash flow and informationnal effects of employee stock ownership plans", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 211-240.

BEAUJOLIN R. (1998), « les engrenages de la décision de réduction des effectifs », *Travail et Emploi*, n° 75, pp. 19-32.

BEN-NER A. et JONES D.C. (1995), "employee participation, ownership and productivity: a theoretical framework", *Industrial relations*, Vol. 34, n° 4, pp. 532-554.

BENZECRI J-P (1969), "statistical analysis as a tool to make patterns emerge from clouds", *Methodology of pattern recognition*, Dir. S. WATANABE, Academic Press, p. 35-74.

BERLE A.A. et MEANS G.C. (1932), *the modern corporation and private propriety*, Transaction Publishers (reedition 1991), 426 p.

BERTHE B. (2001), *L'effort au travail : analyse d'un concept économique*, Presses Universitaires de Rennes, 305 p.

BESSIERE S. et DEPIL S. (2008), « les salaires dans les entreprises en 2006 : une hausse modérée », *Insee première*, janvier, n° 1174, 4 p.

BHARGAVA S. (1994), "Profit sharing and financial performance of companies: vidence from U.K. panel data", *The Economic Journal*, Vol. 104, n° 426, pp. 1044-1056.

BISCOURP P., DESSY O. et FOURCADE N. (2005), « les salaires sont-ils rigides ? le cas de la France à la fin des années 1990 », *Economie et Statistique*, n° 386, pp. 59-89.

BLACK A., WRIGHT P. et BACHMAN J. (1999), *Gestion de la valeur actionnariale*, Dunod, 320 p.

BLAIR M., KRUSE D. et BLASI J. (2000), "employee ownership: an unstable form or a stabilizing force?", In BLAIR M., *the new relationship : human capital in the american corporation*, the brooking institution ed., pp. 241-298.

BLAIR M. (1995), *Ownership and control : Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Brookings Institution, Washington D.C., 371 p.

BLAIR M. et KOCHAN T. (2000), *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Brookings Institution, Washington D.C., 396 p.

BLANCHFLOWER D. et OSWALD A. (1988), "Profit-related pay : prose rediscovered", *The Economic Journal*, Vol. 98, n° 382, pp. 720-730.

BLASI J., CONTE M. et KRUSE D. (1996), "Employee stock ownership and corporate performance among public companies", *Industrial and labor review*, Vol. 50, n°1, pp. 60-79.

BORSTADT L. et ZWIRLEIN T. (1995), "ESOPs in publicly held companies: evidence on productivity and firm performance", *Journal of financial and strategic decisions*, Vol. 8, n° 1, pp. 1-12.

BOWLES S. (1985), « the production process in a competitive economy: walrasian, néo-hobbesian, and Marxian models », *American economic review*, Vol. 25, n° 1, p. 16-36.

BOWLES S. et GINTIS H. (1998), "Mutual Monitoring in Teams: The Effects of Residual Claimancy and Reciprocity", *Working Paper*, University of Massachusetts, Amherst.

BRABET J. (2002), « la main visible des investisseurs institutionnels », *Revue Française de Gestion*, Vol. 28, n° 141, pp. 203-224.

BRISAUD L. et MENETRIER R. (2000), « la création de valeur pour l'actionnaire et ses effets sur la gestion des groupes français : l'exemple de l'Economic value added », dans JACOT H. et LE DUGOU J-C (dir.), *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial ?*, L'Harmattan, pp.79-98.

BRIZARD A. (2006), « l'individualisation des hausses des salaires de base : près de six salariés sur dix concernés », *Premières informations premières synthèses*, n° 09.1, 4 p.

BRODIER P-L (1994), « la valeur ajoutée une autre logique pour l'entreprise », *L'Expansion Managment Review*, n° 72, 4 p.

BROUSSEAU E. (1993), *l'économie des contrats : technologie de l'information et coordination interentreprises*, PUF, 368 p.

BRUNER R. et BROWNLEE R. (1990), "leveraged ESOPs, wealth transfers, and "shareholder neutrality" : the case of Polaroid", *Financial Management*, Vol. 19, n° 1, pp. 59-74.

- CABLE J. et WILSON N. (1989), « profit sharing and productivity: an anlysis of UK engineering firms », *The Economic Journal*, Vol. 99, n° 396, pp. 366-375.
- CAHUC P. et DORMONT B. (1992), « l'intéressement en France : allégement du coût salarial ou incitation à l'effort ? », *Economie et statistique*, n° 257, pp. 35-43.
- CARAYON B. (2003), *Intelligence économique, compétitivité cohésion sociale*, Rapports Officiels, La documentation française, 176 p.
- CASIN P. (1999), *analyse des données et des panels de données*, De Boeck, 192 p.
- CELLIER R. et CHAPUT H. (2006), « l'épargne salariale en 2004 », *Premières informations premières synthèses*, DARES, n° 39.2, 4 p.
- CELLIER R. et ESTRADE M. A. (2004), « participation, intéressement, plans d'épargne : plus d'un salarié sur deux est concerné fin 2002 », *Premières informations premières synthèses*, n° 38.1, septembre 2004.
- CHANG S. (1990), "Employee stock ownership plans and shareholder wealth : an empirical investigation", *Financial Management*, vol. 19, pp. 48-58.
- CHANG S. et MAYERS D. (1992), "Managerial vote ownership and shareholder wealth: evidence from stock ownership plans", *Journal of fonancial Economics*, Vol. 32, n° 1, pp. 103-131.
- CHARREAUX G. et WIRTZ P. (2006), *Gouvernance des entreprises, nouvelles perspectives*, Economica, 396 p.
- CHARREAUX G. (1996), « pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, Vol. 111, pp. 50-64.
- CHARREAUX G. (2000), « le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance », *Revue du Financier*, n°127, pp. 6-17.
- CHARREAUX G. et DESBRIERES P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 1, n° 2, p. 58.
- CHASERANT C. et EYMARD-DUVERNAY F. (2003), *l'analyse économique du contrat de travail : la relation d'emploi se résume-t-elle au salaire ?*, in « stratégies contractuelles et gestion de la relation de travail », BERNARDI M. *et alii.* , Rapport de recherche du CEE, n°11, p 21 – 43.
- CHAU M. et CONTENSOU F. (2004), "profit-sharing as tax saving and incentive device", *Working papers research center ESSEC*, n° 4012, 19 p.
- CHERIOUX J. (1999), *l'actionnariat salarié : vers un véritable partenariat dans l'entreprise*, Rapport d'information de la commission des affaires sociales du Sénat, n° 500.
- CHESNAIS F. (dir.) (2005) *La finance mondialisée racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, La Découverte, 269 p.

CHEUNG S. (1983), “the contractual nature of the firm”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, n° 1, pp. 1-21.

COASE R. (1937), “the nature of the firm”, *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16, pp. 386-405

COHEN E. (2003), commentaires au rapport du CAE sur *les nouvelles normes comptables et le monde post-Enron*, MISTRAL J. et alii, La documentation française, pp. 107-114.

COLASSE B. (2003), *l'analyse financière de l'entreprise*, Collection Repères, Ed. La Découverte, 124 p.

COLLETIS G. (2004), « Evolution du rapport salarial, financiarisation et mondialisation », *Cahiers du GRES*, n° 2004-15, 40 p.

COMMISSION DES OPERATION DE BOURSE (2002), « la régulation des OPCVM à formule », *Bulletin mensuel de la COB*, n° 374, pp. 55 à 79.

CONSEIL SUPERIEUR DE LA PARTICIPATION (2004), *la participation financière*, La documentation française, Rapport annuel, 116 p.

CONSEIL SUPERIEUR DE LA PARTICIPATION (2006), *la participation financière : rapport annuel pour 2004/2005*, La documentation française, Rapport annuel, 95 p.

CONTE M. et KRUSE D. (1991), ESOPs and profit sharing plans: do they link employee pay to company performance?, *Financial Management*, Winter, p. 92.

CONTENSOU F. (2004), “Legal profit-sharing: shifting the tax burden in a dual economy”, *Working papers research center ESSEC*, n° 4011, 15 p.

CORDONNIER L. (2006), « Le profit sans l'accumulation : la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Innovations*, n° 23, Vol. 1, pp. 79-108.

COREI T. (1995), *Economie institutionnaliste : les fondateurs*, *Economica*, 112 p.

CORIAT B. et WEINSTEIN O. (1995), *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Librairie Générale française, coll. Livre de poche, 218 p.

CORNUT-GENTILE F. et GODFRAIN J. (2005), *Une ambition : la participation pour tous*, Rapport au premier ministre de la mission parlementaire, Paris, 29 septembre, 63 p.

COUDERC N. (2006), « La détention d'actifs liquides par les entreprises : quelles explications ? », *Revue Economique*, Vol. 57, n° 3, p. 485-496.

COUTROT T. (1992), « l'intéressement vers une nouvelle convention salariale ? », *Travail et emploi*, n° 53, pp. 22-39.

D. PLIHON (2002), *Rentabilité et risques dans le nouveau régime de croissance*, Rapport pour le Commissariat Général au Plan, Ed. La documentation française, p. 33-35.

DARES (2003), *Les politiques de l'emploi et du marché du travail*, La Découverte, coll. Repères n° 373, 128 p.

DAVANNE O., LORENZI J-H. et MORIN F. (1998), *Retraites et épargne*, Rapport du CAE, La Documentation Française, 230 p.

DAVDSON W. et WORRELL D. (1994), ESOP's Fables: The influence of employee stock ownership plans and corporate stock prices and subsequent operating performance, *Human Resource Planning*, Vol. 17, n° 4, pp. 69-87.

DAVIDSON P. (1986), "the simple macroeconomics of a nonergodic monetary economy versus a share economy : is Weitzman's macroeconomics too simple ?", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 10, n° 2, pp. 221-225.

DAVIDSON W. et WORELL D. (1994), "A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance", *Akron Business and Economic Review*, Vol. 21, pp. 7-19.

DEBLOCK C. (2006), « le patriotisme économique, fausse réponse à la mondialisation », in *L'Etat du monde 2007*, La découverte, pp. 61-64.

DEDIEU F. (2004), « les stock options sont attribués aux cadres essentiels », entretien de M. PEBEREAU à *L'Expansion*, 24 juin.

DEDIEU F. (2006), « idées reçues :un actionnaire risque davantage qu'un salarié », *l'Expansion*, n° 711, p. 128.

DEGORRE A. et REYNAUD B. (2003), « Les performances des entreprises s'améliorent-elles avec une réduction de l'emploi des salariés non qualifiés et qualifiés ?- Une évaluation sur données françaises (1994-2000)- », *Étude du Cepremap*, novembre, 40 p.

DELOOF M. (2003), "Does working capital management affect profitability of belgian firms ?", *Journal of Business, Finance & accounting*, vol. 30, n° 3-4, pp. 573-588.

DESBRIERE P. (1999), « Motifs et conséquences de l'adoption des Stock-options », *Banque et Marché*, 25 p.

DESBRIERE. P (1991), *participation financière, stock-options et rachat d'entreprise par les salariés*, Economica, 229 p.

DESBRIERES P. (2002), « les actionnaires salariés », *Revue Française de Gestion*, n°141, p.255-281.

DESTRADE J-P (2004), « la participation financière de 1999 à 2002, séries statistiques révisées », *Premières informations premières synthèses*, DARES, n° 38.2, 8 p.

DHILLION U. et RAMIREZ G. (1994), "Employee stock ownership and corporate control: an empirical study", *Journal of Banking and finance*, vol. 18, pp. 9-26.

DIRECTION DES RELATION DU TRAVAIL (2005), *Epargne salariale*, circulaire interministérielle, 6 avril, p. 131.

DOENBERG R.L. et MARCY J. R. (1986), "ESOPs and economic distortion", *Harvard Journal on Legislation*, pp. 104-159.

DONNADIEU G. (1997), *du salaire à la rétribution : pour une nouvelle approche des rémunérations*, Liaisons sociales, 236 p.

DOUCOULIAGOS C. (1995), "worker participation and productivity in labor-managed and participatory capitalist firms: a meta-analysis", *Industrial and Labor Relations Review*, Vol. 49, N° 1, pp. 58-77

DRAGO R. et GARVEY G.T. (1998), "Incentives for Helping on the Job: Theory and Evidence", *Journal of Labor Economics*, vol 16, pp. 1-25.

DUBRION B. (2003), « les effets des dispositifs de gestion des salariés sur l'organisation interne de la firme : une interprétation coasienne », *Economie Appliquée*, Tome LVI, n°1, p. 125.

DUBRULLE C. (2000), « le rôle des salariés dans la relation banque- entreprise », *XXIIIème congrès de l'association française de comptabilité*, Toulouse, p.3.

DUCOURTIEUX C. (2006), « Fonds d'investissement : profits contre salaires ? », *Le Monde*, Mardi 20 novembre.

DUCOURTIEUX C. (2006), « Mon patron est un fonds d'investissement », *Le Monde*, jeudi 5 octobre, p. 3.

DUCOURTIEUX C., « la généreuse politique de dividende des sociétés du CAC 40 », *Le Monde*, 16 Mai 2006.

DUMENIL G. et LEVY D. (2006), "La finance capitaliste: rapports de production et rapports de classe", in Séminaire d'Études Marxistes, *La finance capitaliste*, Presses Universitaires de France, pp. 131-180.

DUMENIL G. et LEVY D. (2005), "Finance and management in the dynamics of social change. contrasting two trajectories : United States and France", *After the deregulation : the financial system in the 21st century*, *Center of global Political Economy*, University of Sussex, 26-28 mai, 22 p.

DUMENIL G. LEVY D. (2003), « Le coup de 1979 - le choc de 2000 », *EconomiX*, PSE, working paper, 13 p.

DUPUY C. et PONS P. (2005), « Shareholder investment horizons, portfolio turnover and the models of capitalism : turn, turn, turn ? », *13th GERPISA international colloquium*, 16 et 17 juin, 15 p.

DURAND J.-P. et Le FLOCH M.-C. (coord.) (2006), *Le Consentement au travail. De la servitude volontaire à l'implication contrainte*, L'Harmattan, 318 p.

DURAND J-P. (2004), *La chaîne invisible. Travailler aujourd'hui : flux tendu et servitude volontaire*. Paris, Editions du Seuil, 390 p.

F. FAKHFAKH, (1997), « quand l'intéressement passe inaperçu... », *Travail et Emploi*, n ° 71, pp. 53-63.

FAKHFAKH F. (2004), "The effect of profit sharing and employee ownership on quits: evidence from a panel of french firms", *Advances in the economic analysis of participatory and labor managed firms*, Vol. 8, pp. 129-147.

FAMA E. et JENSEN M. (1983), "Agency problems and residual claims", *Journal of law and economics*, Vol. 26, pp. 327-349.

FAMA E.F. (1991), "Time, salary, and incentives payoffs in labor contracts", *Journal of Labor Economics*, Vol. 9, n° 1, pp. 25-44.

FAMA E.F. (1991), "Time, salary, and incentives payoffs in labor contracts", *Journal of Labor Economics*, Vol. 9, n° 1, pp. 25-44.

FARNETTI Richard (1996), « le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée », *la mondialisation financière : genèse, coût et enjeux*, Coord. CHESNAIS F., Editons Syros, pp. 185-212.

FAVEREAU O. et WALLISER B. (2000), "authority, as flexibility, is at the core of labor contracts", *Revue d'économie industrielle*, n° 92.

FERREIRA M. et VILELA A. (2004), "why do firm hold cash ? Evidence from EMU countries", *European financial management*, Vol. 10, n° 2, pp. 295-319.

FITZROY F. et KRAFT K. (1987), "coopération, productivity, and profit sharing", *Quarterly journal of economics*, Vol. 102, pp. 23-35.

FITZROY F. et KRAFT K. (1995), "on the choice of incentives in firms", *journal of economic behavior and organization*, vol. 26, pp. 145-160.

FITZROY F.R. et KRAFT K. (1986), "profitability and profit-sharing", *the journal of industrial economics*, Vol. 35, n° 2, pp. 113-130.

FOUCAULD J-B. et BALLIGNAD J-P. (2000), *L'épargne salariale au cœur du contrat social*, La Documentation Française, Collection des Rapports officiels, 374 p.

FREEMAN R.B., KRUSE D. et BLASI J. (2004), "Monitoring colleague at work: profit sharing, employee ownership, broad-based stock -options and workplace performance in the United States", *CEP Discussion paper*, N° 647, London School of Economics, 35 p.

FRENCH J. L. (1987), "employee perspectives on stock ownership: financial investment or mechanism of control?", *Academy of management Review*, vol. 12, n° 3, pp. 427-435.

FRIDERICHS H., PARANQUE B. et SAUVE A. (1999), « structure de financement en France et en Allemagne : influence des facteurs institutionnels », in SAUVE A. et SCHEUER M. (dir.),

Mode de financement des entreprises françaises et allemandes, projet de recherche commun à la Deutsche Bundesbank et à la Banque de France, p. 50

FRIOT B. (1998), *Puissances du salariat : emploi et protection sociale à la française*, La dispute, 315 p.

FRIOT B. (1999), *Et la cotisation sociale créera l'emploi*, La dispute, 154 p.

FRIOT B. (2000), « cotisation ou épargne salariale : monnaie ou finance ? », *Trait d'Union*, n°73, 2 p.

FRIOT B. (2005), « Le salariat : pour une approche en terme de régimes de ressources », *Séminaire du RESORE*, GREE, Nancy, 22-27 septembre, 24 p.

FURUBOTN E. G. (1988), "Codetermination and the modern theory of the firm: A property rights analysis", *The Journal of business*, Vol. 61, n° 2, pp. 165-181.

GALBRAITH J.K. (1967), *le nouvel état industriel*, Gallimard, 426 p.

GALBRAITH J.K. (2005), *les mensonges de l'économie*, Grasset et Fasquelle, 87 p.

GALESNE A. et SALMON P. (1998), « les OPA-OPE de Promodès et Rallye sur Casino : analyse d'un cas d'école (sept. 1997- Fév. 1998) », *Cahier de Recherche du CERIFA*, Rennes, n° 38, 150 p.

GAMBLE J. E. (1998), "ESOPS: financial performance and federal tax incentives", *Journal of Labor Research*, Vol. 19, n° 3, pp. 529-541.

GAMBLE J.E. (2000), "Management commitment to innovation and ESOP stock concentration", *Journal of Business Venturing*, vol. 15, pp. 433-447.

GAUDIN C. (2007), *la notion de centre de décision économique et les conséquences qui s'attachent, en ce domaine, à l'attractivité du territoire national*, Rapport d'information du Sénat, n° 347, 362 p.

GHARBI H. (2004), « vers une nouvelle typologie de l'enracinement des dirigeants », *Conférence Association Internationale de Management Stratégique*, Vallée de Seine, 2-4 juin, 27 p.

GHARBI H. (2006), « l'actionnariat salarié : un tremplin à l'enracinement managérial », *XV^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique*, Annecy/Genève , 13-16 juin, 31 p.

GIANNO J-M (2000), « Fonds de pension, modalité de collecte et d'allocation de l'épargne : une approche par les évolution de financement », in JACOT H. et LE DUGOU J-C (Dir.), *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial ?*, VO Editions-L'harmattan, pp. 173-189.

GINLINGER E. (2002), « l'actionnaire comme contrôleur », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, p. 39.

GIRARD P. (1990), « la participation des salariés aux résultats de l'entreprise : une étude fondée sur la centrale des bilans (1982-1987) », *Economie et Prévision*, n° 92-93, pp. 171-176.

GOND J-P. et MERCIER S. (2005), « les théories des parties prenantes : une synthèse critique de la littérature, *Les notes du LIRHE*, n° 411, p. 2.

GORDON D., EDWARD R. et REICH M. (1982), *segmented work, divided workers*, Cambridge University press.

GORDON L. et POUND J. (1990), “ESOPs and corporate control”, *Journals of financial Economics*, Vol. 27, n° 2, pp. 525-555.

GRAHAM J. R., LANG M. et SHACKELFORD D. (2004), “Employee Stock option, corporate taxes, and debt policy”, *The Journal of Finance*, vol. 59, n° 4, pp. 1585-1618.

GREENAN N. (1992), « Quelles sont les entreprises qui associent leurs salariés aux résultats ? », *Economie et Statistique*, n° 257.

GRILLET-AUBERT L. (2005), « le rôle des marchés primaires d’actions décline-t-il ? », *Revue mensuelle de l’autorité des marchés financiers*, n°17, pp. 67-75.

GROSSMAN S.J. et HART O.D. (1986), “the costs of benefits of ownership : a theory of vertical and latéral integration”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, n° 4, pp. 691-719.

GROUPE DE TRAVAIL SUR L’ELARGISSEMENT DE L’ASSIETTE DES COTISATIONS EMPLOYEURS DE SECURITE SOCIALE (2006), « Les Evolutions du financement de la sécurité sociale et ses enjeux économiques », *Rapport du groupe de travail sur l’élargissement de l’assiette des cotisations employeurs de sécurité sociale*, 70 p.

HANSEN D. (1997), “worker performance and group incentives : A case study”, *Industrial and labor relations review*, Vol. 51, pp. 37-49.

HARRIBEY J.M. (2001), « la financiarisation du capitalisme et la captation de valeur », in DELAUNAY J-C (Dir.), *le capitalisme contemporain, questions de fond*, Paris, L’Harmattan, pp. 67-111.

HART O. et MOORE J. (1990), property rights and the nature of the firm, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, n° 6, pp. 1119-1158

HENRARD M., MONZO M., HEIM M-J et BERNAL F. (2005), *Dictionnaire comptable et financier*, Groupe Revue Fiduciaire, p. 1216.

HERBIN F. (2006), « les rachats d’actions, une revue de la littérature », *Congrès international de l’association française de finance*, 26-27 juin, Poitiers, 57 p.

HEYWOOD J.S., JIRJAHN U. et TSERTSVAZDE G (2005), “Does profit sharing reduce conflict with de boss ? Evidence from Germany”, *International Economic Journal*, Vol. 19, n° 2, pp. 235-250.

HEYWOOD J.S., JIRJAHN U. et TSERTSVAZDE G. (2005), “Getting along with colleagues – does profit sharing help or hurt ?”, *KYKLOS*, Vol. 58, n° 4, pp. 557-573.

HIRSHMAN A. O. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press, 176 p.

HOANG-NGOC L. (2003), « Capitalisme actionnarial et régulation endogène du rapport salarial : L'horizon indépassable du « social- libéralisme » ? », *XXIII journées de l'association d'économie sociale*, Grenoble, 11-12 septembre, 16 p.

HOARAU C. et TELLER R. (2002), *création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, 217 p.

HOLLANDTS X. (2005), « les enjeux et contraintes du développement de l'actionnariat salarié dans les politiques RH : une étude de cas exploratoire », *Congrès AIRTO*, Montpellier, 25 p.

HOLMSTROM B. (1979), "Moral hazard and inobservability", *The Bell journal of economics*, Vol 10, N°1, p 74-91.

HOLMSTROM B. (1982), "moral hazard in team", *Bell Journal of Economics*, vol. 13, pp. 324-340.

HUDDART S. et JINGHONG LIANG P. (2005), "Profit sharing and monitoring in partnerships", *Journal of accounting & economics*, Vol. 40, n° 1-3, pp. 153-187.

INSEE (2004), « enquête sur la situation de trésorerie dans l'industrie », *Direction des études et synthèses économiques*, juin, 8 p.

JEFFERS E. (2004), « la place de l'Europe dans la valorisation mondiale des capitaux de placement financiers », dans CHESNAIS F. (Dir.), *la finance mondialisée*, La découverte, pp. 146-176.

JENSEN M.C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, n° 2, pp. 323-329.

JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1976), "theory of the firm: managerial behavior, agency cosy, and ownership structure", *Journal of financial economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.

JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1979), "Rights and production fonctions: an application to labor managed firms and codetermination", *Journal of business*, Vol. 52, n°4, pp. 469-506.

JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1990), "Performance pay and top-management", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, n° 2, pp. 225-264.

KANDEL E. et LAZEAR E.P. (1992), "peer pressure and partnerships", *The Journal of political economy*, Vol. 100, N°4, pp. 801-817.

KESER C. et MONTMARQUETTE C. (2004), "Voluntary teaming and effort", *CIRANO - Série scientifique*, n° 49, 47 p.

KESSLER D. (1999), « Participation, retraites et fonds de pension », *Revue une certaine idée*, n° 6. 12 p.

KIM S. (1998), « does profit-sharing increase firm's profits? », *Journal of Labor research*, Vol. XIX, n°2, pp. 351-370.

KLEIN B., CRAWFORD R.G. et ALCHIAN A. (1978), "Integration, appropriable rents, and the competitive contracting process", *Journal of law and economics*, XXI (2), pp. 297-236.

KNIGHT F. (1921), « Enterprise and profit », in *Risk, uncertainty and profit*, Boston and New York, Houghton Milffin Company, pp. 264-290.

KOENIG G. (1975), « Politique de la firme et système français de la participation aux résultats », *Revue Economique*, vol. 26, n° 2, pp. 245-279.

KOUMAKHOV R. (2004), « la théorie du pouvoir de Herbert Simon », *Document de travail Forum*, Paris, 01, 25 p.

KRAFT K. (1991), "The incentives effects of dismissals, efficiency wages, piece-rates and profit sharing", *The review of Economics and statistics*, Vol. 73, n°3, pp. 451-459.

KRAFT K. et UGARKOVIC M. (2005), « profit sharing and the financial performance of firms : Evidence from Germany », *Economics letters*, vol. 82, n°3, pp. 333-338.

KRAFT K. et UGARKOVIC M. (2005), the output, employment and productivity effects of profit sharing : a matching approach, *working paper*, 35 p.

KREMER F. (2006), « la grande distribution : vers une croissance maîtrisée et partagée », *La France industrielle en question*, Dir. COLLECTIS G. et LUNG Y., Etudes de la Documentation Française, pp. 127-144.

L'HELIAS S. (1997), *le retour de l'actionnaire : pratiques du coporate governance en France, aux Etats Unis et en Grande Bretagne*, Ed. Gualino, 179 p.

LAVIGNE S. (2004), L'industrie des fonds de pension : les investisseurs institutionnels américains, *L'harmattan*, 246 p.

LAVIGNE S., RIGAMONTI E. et MORIN F. (2005), Mutations et résiliences du capitalisme français (1997-2004), *working paper*, *Centre d'entrepreneuriat et stratégie de croissance*, ESC-Toulouse, 31 p.

LAZEAR E.P. (1979), "why is there mandatory retirement?", *Journal of Political Economy*, n° 87, pp. 1261-1284.

LAZEAR E.P. (1984) "incentives and wage rigidity", *American economic review*, Vol. 71, n° 2, pp. 606-620.

LAZEAR E.P. (1986), "salaries and piece rates", *the journal of buisness*, Vol. 59, n° 3, p. 405-431

LAZEAR E.P. (2000), "The future of Personnel economics", *The Economic Journal*, Vol. 110, n° 467, pp. 611-639.

LAZEAR E.P. (2004), "Output-based pay: Incentives, retention or sorting?", *Research in Labor Economics*, Vol. 23, pp. 1-25.

LE BRUN F. et TURIN M. (2006), « Epargne salariale : 10 points clefs », *Les Echos Week-end*, Vendredi 24 et samedi 25 février, p. 7.

LEBART L., MORINEAU A. et PIRON M. (2000), *statistique exploratoire multidimensionnelle*, Dunod, Paris, 439 p.

LECLAIR M. et ROUX S. (2005), « mesure et utilisation des emplois instables dans les entreprises », *document de travail de la direction des études et synthèses économiques*, INSEE, G 2005/04, 38 p.

LECLERC P. (2005), « l'actionnariat salarié une arme anti-OPA ? », *Colloque de la FAS*, Université Lille 2, 27 juin, 4 p.

LEVET J-L. et BIGAY J-F. (1999), *La nouvelle nationalité de l'entreprise*, rapport du Commissariat Général au Plan, La Documentation Française, 274 p.

LEVIN J. et TADELIS S. (2005), "Profit sharing and the role of professional partnerships", *The Quaterly Journal of Economics*, pp. 131-171.

LEVINE D. (1991), "piece rates, output restriction, and conformism", *Journal of economic psychology*, Vol. 13, n° 3, pp. 473-489.

LEVY-LANG A. (2005), "Actionnariat salarié : pouvoir ou patrimoine ?", *Le figaro – entreprises*, n° 18850, Lundi 14 mars, p. 11

LINHART D. (2003), « le contentieux inépuisable de la mise au travail », *IXèmes journées de sociologie du travail*, Paris, 27 et 28 novembre, 7 p.

LORDON F. (2000), « la « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *L'année de la régulation*, n° 4, Ed. La Découverte, pp. 117-165.

LORDON F. (2000), *Fonds de pension pièges à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*, éd. Raisons d'agir, 124 p.

LORDON F. (2002), « les sophismes de l'épargne salariale », *La Pensée*, n° 330, pp. 47-57.

LUCAS J-M. (2005), « France : salaires, participation, intéressement », *Ecoweek*, Direction des études économiques, BNP-Paribas, 16 mai, n° 05-20, 6 p.

MABILLE S. (1998), « intéressement et salaires : complémentarité ou substitution », *Economie et statistique*, n° 316-317, pp. 45-61,

MALCOMSON J. (1981), "unemployment and efficiency wage hypothesis", *The Economic Journal*, Vol. 91, décembre, p 848-866.

MALCOMSON J.M. (1997), “contracts, hold-up, and labor markets”, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 4, pp. 1028-1029

MARCH et SIMON (1993).

MARKUSEN J.E. (1976), “Profit-sharing, labour effort and optimal distributive shares”, *Economica*, Vol. 43, n° 172, pp. 405-410.

MARKUSEN J.E. (1979), “Personal and job characteristics as determinants of employee-firm contract structure”, *The quarterly journal of economics*, Vol. 93, n° 2, pp. 255-279.

MARX K. (1974), *Le Capital*, livre II, Tome I, Editions Sociales, 326 p.

MASCLET D. (2003), « l’analyse de l’influence de la pression des pairs dans les équipes de travail », *CIRANO - Série scientifique*, n° 35, 27 p.

MAUGERI S. (2004), *Théories de la motivation au travail*, Dunod, Paris, 122 p.

McNABB R. et WHITFIELD K. (1998), “the impact of financial participation and employee involvement on financial performance”, *Scottish journal of political economy*, Vol. 45, n° 2, pp. 171-187.

MENARD C., *L’économie des organisations*, Ed. La découverte, 1997, 125 p.

MERIEUX A. (1999), « l’actionnariat salarié aux Etats-Unis : un nouveau ressort pour le modèle américain ? », *Rapport Moral sur l’argent dans le monde*, Montchrestien, pp. 221-229.

MIKKELSON W. et PARTCH M. (2003), “Do persistent large cash reserves hinder performance?”, *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 38, n° 2, pp. 275-294.

MINKLER L. (2002), “Shirking and motivation in firm : survey evidence on worker attitudes”, University of Connecticut, *Department of economics working paper series*, n° 37, 11 p.

MISTRAL J., DE BOISSIEU C. et LORENZI J-H. (2003), « Les normes comptables et le monde post Enron », rapport du CAE, *la documentation française*, 160 p.

MITCHELL D. (1995), “profit sharing and employee ownership: policy implications”, *Contemporary economic policy*, vol. 13, n° 2, pp. 16-25.

MITCHELL D., LEWIN D. et EDWARD E. (1990), “Alternatives pay system, firm performance and productivity”, In BLINDER A., *Paying for productivity: a look at the evidence*, Washington DC, Brooking Institution, pp. 15-95.

MONTAGE S. (2006), « Le trust, fondement juridique du capitalisme patrimonial », *Recherches & Régulation Working Papers*, n° 2006-3, 25 p.

MOREAU I. (2006), « Après les salaires, les branches incitées à négocier sur l’épargne salariale », *La Tribune*, 12 mai.

MORIN F. (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs : le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue Economique*, n° 6, pp. 1253-1268.

MORIN F. (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital : analyse, prospective et comparaisons internationales*, Rapport au ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, Editions de Bercy, 189 p.

MORIN F. (2006), « Le capitalisme de marché financier et l'asservissement du cognitif », *les cahiers du GRES*, n° 2006-5, 23 p.

MORIN F. et RIGAMONTI E. (2002), « Evolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, p. 162.

MORRIS J. (1983), "the role of cash balances in firm valuation", *The journal of financial and quantitative analysis*, vol. 18, n° 4, pp. 533-545.

MUKHOPADHYAY A. (1989), "Profitability and profit sharing: A comment on Fitzroy and Kraft", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 38, n° 1, pp. 111-114.

MURPHY K. (2003), "Stock-based pay in new economy firm", *Journal of accounting and Economics*, vol. 34, pp. 129-147.

NEVEU J-P. (2002), « l'implication du salarié : du pourquoi au pour quoi », in NEUVEU J-P. et THENEVET M., *l'implication au travail*, Vuibert, pp. 21-42.

NUTI M.D. (1988), "codetermination, profit sharing, and full employment", in JONES D. et SVEJNAR J. (eds) : *advances in the economic analysis of participatory and labor managed firms*, Vol. 3, JAI Press, Greenwich-London, 400 p.

O'SULLIVAN M. (2003), "Recent developments in the financing role of the stock market for french corporations", *EIFC - Technology and Finance Working Papers from United Nations University*, No 36, Institute for New Technologies, 67 p.

OBERT R. (2004), *Pratique des normes IAS/IFRS*, Dunod, 541 p.

OECD (1995), *profit-sharing in OECD countries*, in OECD Employment outlook, chapter 4, pp. 139-169.

OYER P. (2004), "Why do firm use incentives that have no incentive effects?", *The Journal of finance*, Vol. 59, n° 4, pp. 1619-1650.

OYER P. et SCHAEFER S. (2005), "why do some firms give stock options to all employees? An empirical examination of alternatives theories", *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, pp. 99-133.

PANU K., PENDELTON A. et POUTSMA E., (2004), "The relationship between financial participation and other form of employee participation : new survey evidence from Europe", Helsinki center for economic research, *Discussion paper*, n° 3, 39 p.

PARENT D. (2002), "Incentives? The effect of profit sharing plans offer by previous employers on current wages", *Scientific series*, CYRANO, n° 54, 7 p.

PARK R., KRUSE D. et SESIL J. (2004), "does employee ownership enhance firm survival?", *Advances in the economic analysis of participatory & labor-managed firms*, Vol. 8, pp. 3-33.

PARK S., SONG M.H. (1995), "Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders", *Financial Management*, vol 24, n°4, winter, p. 52-65.

PASTRE O. et MOSCOVICI P. (1990), *Epargne salariale et fonds propres*, Ministère de l'industrie et du commerce extérieur, Rapport 7038, 132 p.

PEROTIN V. et ROBINSON A. (2003), « Participation aux bénéfices et actionnariat salarié : les éléments du débat », *Document de travail du Parlement européen*, Série affaires sociales SOCI 109 FR, 44 p.

PERREZ R. et BRABET J. (2002), *Management de la compétitivité et emploi*, L'Harmattan, 380 p.

PETIT P. (2004), « d'un capitalisme managérial...à l'autre », Colloque John Kenneth Galbraith, 22 et 25 septembre, Paris, 16 p.

PIERRAT C. (2006), *La gestion financière de l'entreprise*, La découverte, coll. Repères, pp. 15-16.

PILUSO N. (2006), « Création de valeur pour l'actionnaire et taux de chômage d'équilibre », *Séminaire CEDO-LEREPS*, Université Toulouse 1, 21 avril, 28 p.

PILUSO N. (2006), *Chômage et marché financier*, Thèse de doctorat en Sciences Economiques, Université Paris X Nanterre, 274 p.

PLIHON D. (1999), « l'économie de fonds propres : un nouveau régime d'accumulation financière », in Appel des économistes pour sortir de la pensée unique (coll.), *Les pièges de la finance mondiale*, Syros-alternatives économiques, pp. 17-37.

PLIHON D. (2002), *Rentabilité et risques dans le nouveau régime de croissance*, Rapport pour le Commissariat Général au Plan, Ed. La Documentation Française, 216 p.

PLIHON D. (2004), « les grandes entreprises fragilisées par la finance », dans CHESNAIS F. (dir.), *la finance mondialisée*, La Découverte, p 135.

PLIHON D. (2004), *Le nouveau capitalisme*, La découverte, collection Repères, n° 370, 128 p.

PLIHON D. (2006), « l'illusion du patriotisme économique dans une économie globalisée », *Revue Internationale et Stratégique*, vol. 3, n° 63, pp. 109-112.

PONSSARD J-P. et ZARLOWSKI P. (1999), « nouveaux indicateurs de création de valeur : des outils satisfaisants pour l'évaluation interne des activités de l'entreprise ? », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 91-98.

POSTEL N., ROUSSEAU S. et SOBEL R. (2006), « la « responsabilité sociale et environnementale des entreprises » : une reconfiguration potentielle du rapport salarial fordiste ? », *Economie Appliquée*, vol. 59, n° 4, pp. 77-104.

POULAIN J-G (2004), « la détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 124, pp. 34-47.

POULAIN J-G (2007), « la détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin 2006 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 161, pp. 55-60.

POULAIN-REHM T. (2006), « l'actionnariat des salariés en France, un facteur de création de valeur ? », *Congrès de l'Association française de Finance*, Université de Poitiers, 26-27 juin, 19 p.

POUTSMA E. (2001), *Recent trend in employee financial participation in the european Union*, Office for official publications of the european communities, Luxembourg, 135 p.

PRENDERGAST C. (1999), "the provision of incentives in firms", *Journal of Economic Literature*, vol. 37, pp. 7-63.

PUGH W., JAHERA J. et OSWALD S. (1999), "ESOP's Takeover protection, and corporate decision making", *Journal of Economics and Finance*, Vol. 23, n° 2, pp. 170-185.

PUGH W., OSWALD S. et JAHERA J. (2000), "The effect of ESOP adoptions on corporate performance: are there really performance changes?", *Managerial and decision economics*, Vol. 21, n° 5, pp. 167-180.

QUIGUER S. (2005), « les fonds à formule », *Mémoire Master professionnel Banque et finance*, université René Descartes, Paris, 93 p.

R. CELLIER, C. VAN PUymbroeck, (2005),), « épargne salariale en 2003 : des dispositifs en plein essor dans les petites entreprises », *Premières informations premières synthèses*, DARES, n° 39.3, 4 p.

RAGOT X. et TOUFFUT J-P (1998), « Le partage du profit : de la pertinence à l'échelle de la firme à la validité macroéconomique », *L'année de la régulation*, Repères, vol. 2, pp. 131-168.

RANSON G-P et CHESNAU D. (2003), *Trésorerie, risques de marchés et gouvernement d'entreprise*, Economica, 144 p.

REBERIOUX A. (2005), « les fondement microéconomiques de la valeur actionnariale : une revue critique de la littérature », *Revue Economique*, Vol. 56, n° 1, pp. 51-76.

REMOND A. (2006), « l'épargne salariale ou comment flexibiliser les salaires », *Le Monde Diplomatique*, août, pp. 4-5.

REYNAUD B. (1988), « le contrat de travail dans le paradigme standard », *Revue française d'économie*, n° 4, vol. III, p 157 – 194

- REYNAUD B. (1994), « diversité et changement des règles salariales », in BOYER R. et SAILLARD Y. (Dir.), *Théorie de la régulation : l'Etat des savoirs*, pp. 135-143.
- RICHARD S. (2001), « le partage du profit comme outil de régulation des comportements d'effort des salariés », communication aux Xièmes journées du SESAME, 27 p.
- ROUGERIE C. (2006), « l'épargne en entreprise : résultats de l'enquête patrimoine 2004 », *Insee première*, n° 1072, Mars, 4 p.
- ROUSSEL P. (1996), *Rémunération, motivation et satisfaction au travail*, Economica, 306 p.
- ROUSSELOT P. et VERDIE J-F. (1999), *La gestion de trésorerie*, Dunod, 292 p.
- S. et SONG M (1995), "Employee stock ownership plans, firm performance, and monitoring by outside blockholders", *Financial management*, Vol. 24, n° 4, pp. 52-65.
- SAINT-PIERRE P., « analyse factorielle et la mal mesure de l'homme », Ecoles doctorales de l'UTM, 18 avril 2003, 15 p.
- SALANIE B. (1998), « le partage des profits agrégés », *Annales d'Economie et de Statistique*, n° 51, pp. 169 –85.
- SAMUELSON P. (1989), « The ESOP Hoax », *Washington post*, 31 mai.
- SAUVIAT C. (2002), « Nouveau pouvoir financier et modèle d'entreprise : une source de fragilité systémique », *Revue de l'IRES*, n° 40, pp.1-31.
- SAUVIAT C. (2004), « les fonds de pension et les fonds mutuels : acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial », dans CHESNAIS F. (dir.), *La finance mondialisée*, La découverte, pp. 99-124.
- SAUVIAT C. et MONTAGNE S. (2001), « l'influence des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et emploi*, n° 87, p. 120 (111-126).
- SCHLEIFER A. et VISHNY RW. (1989), "Management entrenchment: The case of management-specific investments", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, pp. 123-139.
- SCHUMANN R. E. (2001), "Compensation from world war II through the great society", *Compensation and working conditions*, 8 p.
- SELLERS K. et HAGAN J. (1994), "Employee stock ownership plans and shareholder wealth : an examination of the market perceptions of the non-tax effect", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 10, n° 3, pp. 45-53.
- SERFATI C. (1997), « La domination du capital financier : quelles conséquences ? » in CHESNAIS F., PLIHON D. (coord), *Les pièges de la finance : diagnostics et remèdes*, Syros/Alternatives économiques, 174 p.

SERFATI C. (2003), « le capital financier au cœur des rapports de production contemporains », dans VERCELONE C. (dir.), *Sommes-nous sortis du capitalisme industriel ?*, éd. La Dispute, pp. 181-206.

SHAPIRO C. et STIGLITZ J.E. (1984), “Equilibrium unemployment as a worker discipline device”, *American Economic Review*, Vol. 74, p. 433-444.

SHIN H-H. et SOENEN L. (1998), “efficiency of working capital management and corporate profit”, *Financial practice and education*, Fall/winter, pp. 37-45.

SIMON H.A., “a formal theory of the employment relationship”, *Econometrica*, 19, 1951, p. 293 – 300.

SIMONS G. (1948), “Economic and legal aspects of profit-sharing plans”, *Industrial and labor relations review*, vol. 2, n° 1, pp. 76-89.

SMAINI N. (2002), « La rémunération des dirigeants français est-elle sensible à la performance de l’entreprise ? », *Mémoire de DEA Analyse et Politiques économiques*, EHESS, Paris, 40 p.

STIGLITZ J.E. (1975), “incentives, risk, and information : notes toward a theory of hierarchy“, *The Bell journal of economics*, Vol. 6, n° 2, pp. 552-579.

STIGLITZ J.E. (1987), « The causes and consequences of the dependence of quality on price », *Journal of economic literature*, n°25, p 1- 48.

STULZ R. (1988), « Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control », *Journal of financial economics*, vol. 20, pp. 25-54.

TAIEB J-P. et LE HUEROU F. (2003), *la masse salariale : technique de calcul et stratégies d’évolution*, Dunod, p.51.

TAOUFIK S. (2004), « L’impact des réductions substantielles d’effectif sur les performances économiques des entreprises nord-américaines », *Congrès de l’association francophone de gestion des ressources humaines*, Montréal, 1^{er}-4 septembre, p. 7/22.

TINEL B. (2002), "Hiérarchie et pouvoir en microéconomie : histoire d’un dialogue houleux", *Economies & Sociétés*, Histoire de la Pensée Economique, PE 32, XXXVI (11-12), pp. 1789-1821).

TIROLE J. (1999), “incomplete contrats : where do we stand”, *Econometrica*, Vol. 67, n° 4, pp. 741-781

TOUCHELAY B. (2003), « le patronat français et le partage du pouvoir dans l’entreprise entre 1946 et 1968 », *IX èmes journées d’histoire de la comptabilité et du management*, 20-21 mars, 39 p.

TOUFFUT J-P (1998), « Le partage du profit : de la pertinence à l’échelle de la firme à la validité macroéconomique », *L’année de la régulation*, Repères, vol. 2, pp. 131-168.

TREBUCQ S. (2002), « L'actionnariat salarié dans les entreprises familiales du SBF 250 : un outil de création de valeur ? », *Cahier de recherche du CRECCI*, Bordeaux, n° 2002-04, 29 p.

TREBUCQ S. (2004), "the effects of ESOPs on performance and risk : evidence from France", *Corporate Ownership & Control*, Vol. 1, n° 4, pp. 81-93.

TREMBLAY M. et CHENEVERT D. (2004), « Rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des cadres supérieurs : une étude internationale », *congrès association francophone de gestion des ressources humaines*, 18 p.

TURIN M. (2006), « Epargne salariale : vous me suivez ? », *Les Echos*, n° 19694, Vendredi 23 juin, p. 11.

VAUGHAN-WHITEHEAD D. (1992), *intéressement, participation, actionnariat : impacts économiques dans l'entreprise*, Economica, 334 p.

VERNIER E. (2001), « le lien entre épargne salariale et performance financière de la firme », *Cahiers de la recherche du CLAREE*, 27 p.

VERNIER E. (2003), *Epargne salariale : l'imposture*, L'harmattan, 218 p.

WADHWANI S. (1987), profit-sharing and Meade's discriminating labour-capital partnerships: a review article, *Oxford Economic Papers*, New Series, vol. 39, n° 3, pp. 421-442.

WADHWANI S. et WALL M. (1990), the effect of profit sharing on employment, wages, stock-returns and productivity: evidence from UK micro data", *Economic Journal*, Vol. 100, pp. 1-17.

WEISS A. (1980), "Job queue and lay offs in labor markets with flexible wages", *The journal of political economy*, vol. 88, n° 31, p 525-538.

WEISS A. (1987), "incentives and workers behavior : some evidence", in Haig Nalbantian, ed., *incentives, cooperation and risk sharing : economic and psychological perspectives on employment contracts*, Totowa, N. J. : Rowman and littlefield, pp. 137-150

WEITZMAN M. (1984), L'économie de partage : vaincre la stagflation, *L'Expansion- Hachette*, 232 p.

WEITZMAN M.L. et KRUSE D.L. (1993), "Profit sharing and productivity", In BLINDER A.S., *Paying for productivity a look at the evidence*, The Brooking Institution, pp. 95-141.

WILLIAMSON O. (1980), "The organization of work: a comparative institutional assessment", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, pp. 5-38.

WILLIAMSON O. (1994), *Les institutions de l'économie*, Inter Editions, 404 p.

WILLIAMSON O., WATCHER M.L. et HARRIS J.E. (1975), "understanding the employment relation: the analysis of idiosyncratic exchange", *the bell journal of economics*, Vol. 6, n° 1, pp. 250-278.

WILLIAMSON O.E. (1985), *The economic institutions of capitalism*, Macmilan, 450 p.

WILSON N. et PEEL M.J. (1991), “the impact on absenteeism and quits of profit sharing and other forms of employee participation”, *Industrial and Labor relations Review*, Vol. 44, n°3, pp. 454-468.

WILSON N., ZHANG H. et ROBINSON A. (2003), “Specific human capital and partial employee ownership: a transaction cost analysis”, *Advances in the economic analysis of participatory and labor managed firms*, Vol. 7, pp 211-226.

WILSON N., ZHANG H. et ROBINSON A. (2002), “employee ownership and firm-specific human capital”, *11th conference of the international association for the economics of participation*, Brussels, 4-5 july, 33 p.

WIRTZ R. (2007), “employee ownership: economic miracle or ESOPs fable?”, *The Region*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, june, pp 23-41.

ZYBERBERG A. (1990), « Salaires et emploi dans une économie de partage », *Economie et Prévision*, n° 92-93, pp. 153-160.

ANNEXES

ANNEXE 1 : Représentativité des échantillons issus des enquêtes PIPA et STI

Echantillon de l'année 2000

Comparaison entre échantillon et enquête TSI selon la situation de trésorerie en % des effectifs

	TSI 1^{er} semestre	TSI 2^e semestre	MOYENNE TSI	Echantillon 1^{er} semestre	Echantillon 2^e semestre	MOYENNE Echantillon
Trésorerie aisée	9,6 %	12,7 %	11,2 %	12,2 %	12,9 %	12,6 %
Trésorerie normale	68,1 %	64,4 %	66,3 %	68 %	65,4 %	66,7 %
Trésorerie difficile	22,3 %	12,7 %	17,5 %	19,8 %	21,7 %	20,7 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Comparaison entre échantillon et enquête PIPA industrie selon les dispositifs d'épargne salariale

	Participation		intéressement		PEE		Actionnariat salarié	
	<i>Echantillon</i>	<i>PIPA indus</i>	<i>Echantillon</i>	<i>PIPA indus</i>	<i>Echantillon</i>	<i>PIPA indus</i>	<i>Echantillon</i>	<i>PIPA indus</i>
entreprises sans dispositif	16,1 %	48 %	48,3 %	67,8 %	60,5 %	74,5 %	85 %	85 %
entreprises avec dispositif	83,9 %	52 %	51,7 %	32,2 %	39,5 %	25,5 %	15 %	15 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Comparaison entre Echantillon et enquête PIPA selon les effectifs salariés des entreprises

	Effectifs échantillon	% Echantillon	Effectifs PIPA indus	% PIPA indus
moins de 50 sal	28	5,7 %	1786	39 %
50 à 99 sal	48	9,8 %	561	12,3 %
100 à 249	143	29,1 %	929	20,3 %
250 à 499	130	26,5 %	704	15,4 %
500 à 999	79	16,1 %	344	7,5 %
1000 et +	63	12,8 %	252	5,5 %
Total	491	100 %	4576	100 %

Echantillon de l'année 2001

Comparaison entre échantillon et enquête TSI selon la situation de trésorerie en % des effectifs

	TSI 1 ^{er} semestre	TSI 2 ^e semestre	MOYENNE TSI	Echantillon 1 ^{er} semestre	Echantillon 2 ^e semestre	MOYENNE ECHANTILLON
Trésorerie aisée	9,5 %	10,4 %	10 %	10,7 %	10,3 %	10,5 %
Trésorerie normale	65,1 %	61,5 %	63,3 %	66,3 %	63,5 %	65 %
Trésorerie difficile	25,4 %	28,1 %	26,7 %	23 %	26,2 %	25 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Comparaison entre échantillon et enquête PIPA industrie selon les dispositifs d'épargne salariale

	Participation		intéressement		PEE		Actionnariat salarié	
	Echantillon	PIPA indus	Echantillon	PIPA indus	Echantillon	PIPA indus	Echantillon	PIPA indus
entreprises sans dispositif	17,4 %	46,6 %	47,7 %	65,9 %	55,6 %	73,1 %	85,9 %	83,7 %
entreprises avec dispositif	82,6 %	53,4 %	52,3 %	34,1 %	44,4 %	26,9 %	14,1 %	16,3 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Comparaison entre Echantillon et enquête PIPA selon les effectifs salariés des entreprises

	Effectifs échantillon	% échantillon	Effectifs PIPA indus	% PIPA indus
< 49	29	4,8%	1719	37,1%
50 < 99	52	8,6%	561	12,1%
100 < 249	183	30,4%	952	20,5%
250 < 499	173	28,7%	765	16,5%
500 < 999	80	13,3%	359	7,7%
> 1000	85	14,1%	277	6,0%
Total	602	100%	4633	100%

Echantillon de l'année 2002

Comparaison entre échantillon et enquête TSI selon la situation de trésorerie en % des effectifs

	TSI 1 ^{er} semestre	TSI 2 ^e semestre	MOYENNE TSI	Echantillon 1 ^{er} semestre	Echantillon 2 ^e semestre	MOYENNE Echantillon
Trésorerie aisée	9,5 %	11,5 %	10,5 %	10,7 %	11,7 %	11,2 %
Trésorerie normale	64,3 %	64 %	64,2 %	66,4 %	63,1 %	64,7 %
Trésorerie difficile	26,1 %	24,4 %	25,3 %	22,9 %	25,2 %	24,1 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Comparaison entre échantillon et enquête PIPA industrie selon les dispositifs d'épargne salariale

	Participation		intéressement		PEE		Actionnariat salarié	
	% <i>Echantillon</i>	% <i>PIPA indus</i>	% <i>Echantillon</i>	% <i>PIPA indus</i>	% <i>Echantillon</i>	% <i>PIPA indus</i>	% <i>Echantillon</i>	% <i>PIPA indus</i>
entreprises sans dispositif	17,3 %	44,2	43,3 %	63,8 %	51,8 %	70,6 %	84,5 %	84,4 %
entreprises avec dispositif	82,7%	55,8	56,7 %	36,2 %	48,2 %	29,4 %	15,5 %	15,6 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Comparaison entre Echantillon et enquête PIPA selon les effectifs salariés des entreprises

	Effectifs échantillon	% échantillon	Effectifs PIPA indus	% PIPA indus
< 49	40	4,4 %	1663	35,0 %
50 < 99	79	8,7 %	602	12,7 %
100 < 249	249	27,5 %	1018	21,4 %
250 < 499	256	28,3 %	782	16,5 %
500 < 999	157	17,4 %	395	8,3 %
>= 1000	123	13,6 %	291	6,1 %
Total	904	100 %	4751	100 %

ANNEXE 2 : Résultats analyse des correspondances multiples

ANALYSE DES CORRESPONDANCES DE L'ÉCHANTILLON DE L'ANNEE 2000

1. Procédure et résultats sous SYSTAT

Multiple Correspondence Analysis sur échantillon année 2000

Factor	Eigenvalue	Percent	Cum Pct	
1	0.360	8.65	8.65	---
2	0.280	6.73	15.38	--
3	0.238	5.72	21.10	--
4	0.224	5.37	26.47	--
5	0.201	4.82	31.29	-
6	0.201	4.82	36.11	-
7	0.195	4.69	40.80	-
8	0.195	4.68	45.48	-
9	0.183	4.39	49.87	-
10	0.181	4.34	54.21	-
11	0.167	4.02	58.22	-
12	0.162	3.89	62.11	-
13	0.158	3.78	65.90	-
14	0.156	3.74	69.63	-
15	0.150	3.59	73.23	-
16	0.143	3.44	76.66	-
17	0.137	3.29	79.96	-
18	0.135	3.24	83.19	-
19	0.122	2.93	86.13	-
20	0.121	2.90	89.03	-
21	0.115	2.77	91.80	-
22	0.105	2.52	94.31	-
23	0.094	2.25	96.56	-
24	0.076	1.82	98.38	-
25	0.067	1.62	100.00	-
Sum	4.167	(Total Inertia)		

Variable Coordinates

Name	Mass	Quality	Inertia	Factor 1	Factor 2
<49	0.009	0.488	0.157	0.749	2.790
50<99	0.016	0.047	0.151	0.564	0.356
100<249	0.049	0.022	0.117	0.228	-0.039
250<499	0.044	0.044	0.123	0.071	-0.344
500<999	0.027	0.065	0.140	-0.583	-0.035
>1000	0.022	0.125	0.145	-0.671	-0.612
RE++	0.040	0.273	0.127	-0.936	0.023
RE+	0.035	0.071	0.132	-0.482	0.188
RE=	0.040	0.012	0.127	0.059	0.188
RE-	0.024	0.119	0.142	0.768	-0.319
RE--	0.021	0.292	0.145	1.304	-0.547
RE +/-	0.007	0.043	0.160	0.769	0.664
TRESO++	0.012	0.079	0.155	-0.991	0.249
TRESO +	0.019	0.089	0.148	-0.833	-0.076
TRESO =	0.087	0.048	0.080	-0.211	0.011
TRESO -	0.029	0.130	0.137	0.779	0.014
TRESO --	0.020	0.175	0.146	1.120	-0.141
PA non	0.027	0.618	0.140	0.570	1.714
PAdist non	0.053	0.538	0.114	0.790	-0.726
NPA1	0.021	0.024	0.145	-0.133	-0.379
NPA2	0.022	0.036	0.145	-0.489	-0.001
NPA3	0.022	0.120	0.145	-0.891	0.018
NPA4	0.022	0.181	0.145	-1.093	0.033
INT non	0.087	0.398	0.080	0.306	0.523
INTdist non	0.021	0.335	0.146	0.895	-1.260
NINT1	0.015	0.055	0.152	-0.258	-0.714
NINT2	0.015	0.060	0.152	-0.569	-0.539
NINT3	0.016	0.068	0.151	-0.812	0.065
NINT4	0.015	0.185	0.152	-1.385	-0.145
AS OUI	0.025	0.002	0.142	-0.027	-0.094
AS NON	0.142	0.002	0.025	0.005	0.016

Variable contributions to factors¹

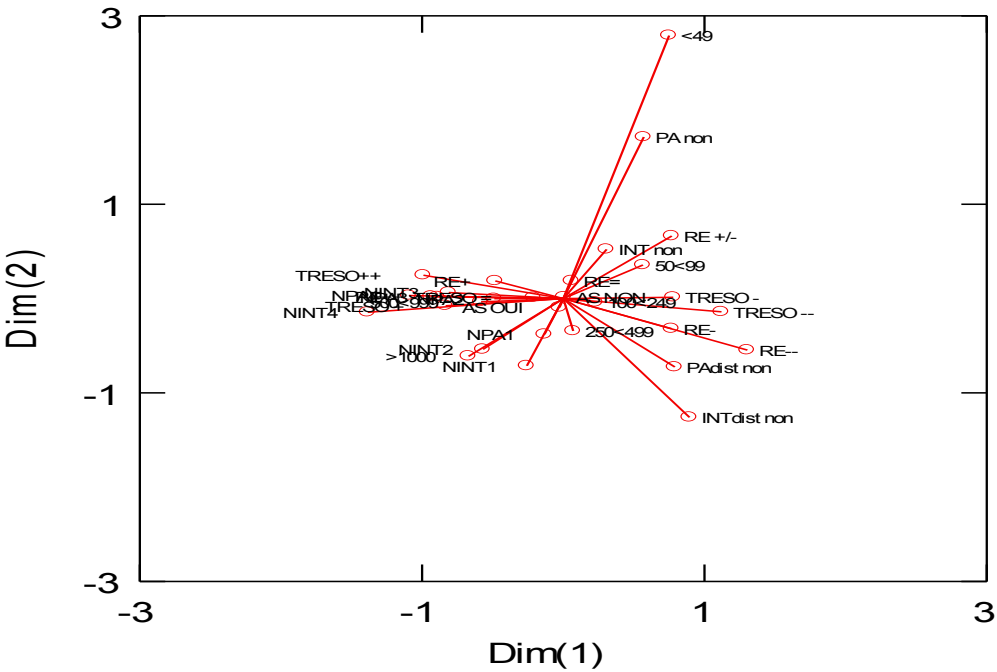
Name	Factor 1	Factor 2
<49	0.014	0.255
50<99	0.014	0.007
100<249	0.007	0.000
250<499	0.001	0.018
500<999	0.025	0.000
>1000	0.027	0.029
TOTAL TAILLE	0.088	0.309
RE++	0.096	0.000
RE+	0.023	0.004
RE=	0.000	0.005
RE-	0.040	0.009
RE--	0.100	0.023
RE +/-	0.011	0.011
TOTAL RE	0.270	0.052
TRESO++	0.032	0.003
TRESO +	0.036	0.000
TRESO =	0.011	0.000
TRESO -	0.049	0.000
TRESO --	0.070	0.001
TOTAL TRESO	0.198	0.004
PA non	0.024	0.278
PAdist non	0.092	0.100
NPA1	0.001	0.011
NPA2	0.015	0.000
NPA3	0.048	0.000
NPA4	0.073	0.000
TOTAL PA	0.253	0.389
INT non	0.023	0.084
INTdist non	0.046	0.116
NINT1	0.003	0.026
NINT2	0.013	0.015
NINT3	0.028	0.000
NINT4	0.077	0.001
TOTAL INT	0.190	0.242
AS OUI	0.000	0.001
AS NON	0.000	0.000
TOTAL AS	0.000	0.001

¹ Les contributions totales des variables ont été calculés et ajoutées par nos soins

Variable squared correlations with factors

Name	Factor 1	Factor 2
<49	0.033	0.455
50<99	0.034	0.013
100<249	0.022	0.001
250<499	0.002	0.042
500<999	0.064	0.000
>1000	0.068	0.057
RE++	0.273	0.000
RE+	0.062	0.009
RE=	0.001	0.011
RE-	0.101	0.017
RE--	0.248	0.044
RE +/-	0.025	0.019
TRESO++	0.074	0.005
TRESO +	0.088	0.001
TRESO =	0.048	0.000
TRESO -	0.130	0.000
TRESO --	0.173	0.003
PA non	0.062	0.556
PAdist non	0.292	0.246
NPA1	0.003	0.021
NPA2	0.036	0.000
NPA3	0.120	0.000
NPA4	0.181	0.000
INT non	0.102	0.296
INTdist non	0.112	0.223
NINT1	0.006	0.049
NINT2	0.032	0.028
NINT3	0.068	0.000
NINT4	0.183	0.002
AS OUI	0.000	0.002
AS NON	0.000	0.002

Correspondence Plot



2. Procédure et résultats sous SPSS

Quantifications

code effectifs catégories d'ares			
	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
moins de 50 sal	28	1,030	-2,848
50 à 99 sal	48	,490	-,315
100 à 249	143	,298	,153
250 à 499	130	,080	,359
500 à 999	79	-,682	-,069
1000 et +	63	-,673	,488
Manquant	0		

estimation annuelle des résultats d'exploitation

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
1,00	0	,000	,000
RE ++	112	-,947	-,110
RE +	99	-,469	-,204
RE =	112	,127	-,155
RE -	69	,849	,369
RE --	61	1,304	,459
Manquant	38		

situation annuelle de la trésorerie (détaillée)

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
1	0	,000	,000
treso ++	34	-,974	-,291
treso +	54	-,825	,026
treso =	256	-,135	,017
treso -	85	,890	,051
Manquant	62		

salariés actionnaires O/N

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
AS oui	73	,056	,002
AS non	418	,012	-,003
Manquant	0		

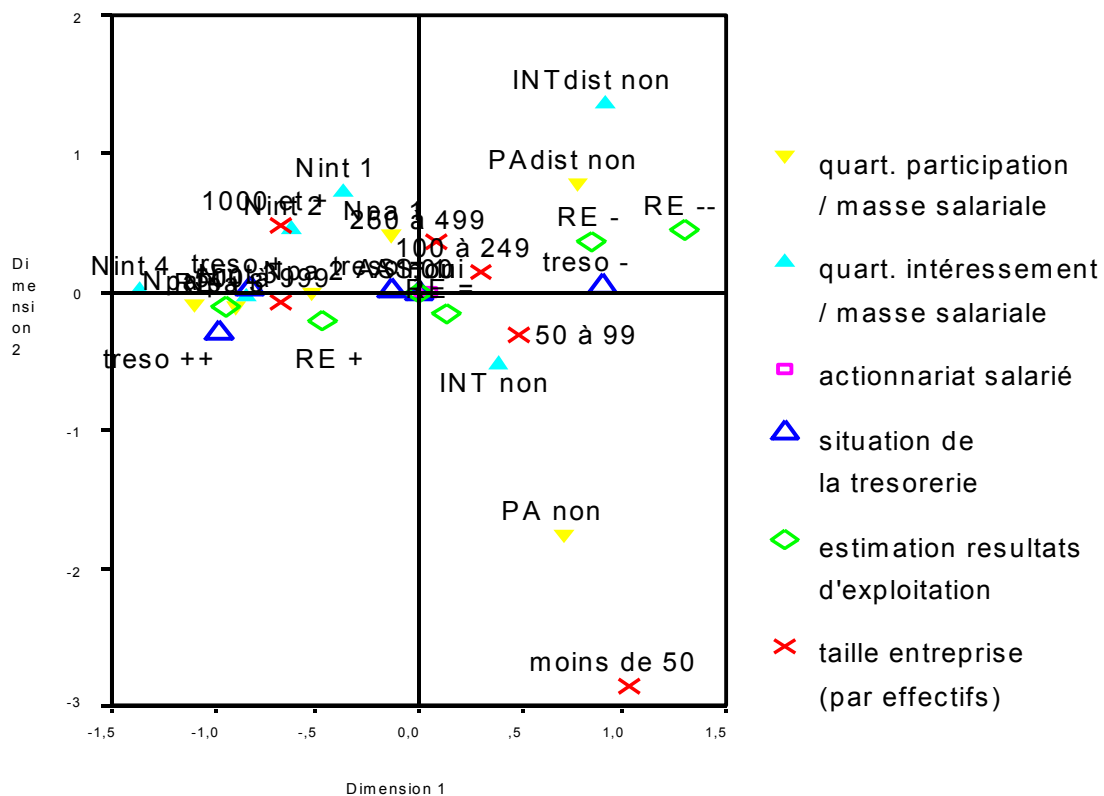
NTILES of INTSAL

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
INTdist non	60	,910	1,364
Nint 1	44	-,376	,717
Nint 2	44	-,619	,457
Nint 3	45	-,850	-,041
Nint 4	44	-1,360	,008
INT non	254	,380	-,523
Manquant	0		

NTILES of PALSAL

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
PAdist non	156	,783	,796
Npa 1	64	-,131	,417
Npa 2	64	-,520	-,010
Npa 3	64	-,900	-,107
Npa 4	64	-1,098	-,085
PA non	79	,716	-1,758
Manquant	0		

ACM année 2000 (Spss)



ANALYSE DES CORRESPONDANCES DE L'ÉCHANTILLON DE L'ANNEE 2001

1. Procédure et résultats avec SYSTAT

Multiple Correspondence Analysis

Factor	Eigenvalue	Percent	Cum Pct	
1	0.351	8.43	8.43	---
2	0.277	6.65	15.08	--
3	0.245	5.88	20.97	--
4	0.230	5.52	26.49	--
5	0.220	5.29	31.78	--
6	0.203	4.86	36.64	-
7	0.198	4.76	41.40	-
8	0.190	4.55	45.96	-
9	0.181	4.36	50.31	-
10	0.170	4.07	54.38	-
11	0.168	4.03	58.41	-
12	0.159	3.82	62.23	-
13	0.157	3.76	65.99	-
14	0.156	3.74	69.73	-
15	0.148	3.56	73.29	-
16	0.141	3.38	76.68	-
17	0.138	3.31	79.99	-
18	0.127	3.04	83.03	-
19	0.124	2.97	86.01	-
20	0.121	2.91	88.91	-
21	0.116	2.77	91.68	-
22	0.098	2.35	94.04	
23	0.089	2.14	96.18	
24	0.087	2.09	98.27	
25	0.072	1.73	100.00	

Sum 4.167 (Total Inertia)

Variable Coordinates

Name	Mass	Quality	Inertia	Factor 1	Factor 2
<49	0.009	0.396	0.158	-0.378	2.643
50<99	0.015	0.033	0.151	-0.100	0.556
100<249	0.051	0.036	0.115	-0.248	-0.139
250<499	0.047	0.011	0.119	0.010	-0.164
500<999	0.021	0.017	0.145	0.339	-0.055
>1000	0.022	0.106	0.144	0.437	-0.699
RE++	0.033	0.309	0.134	1.116	-0.151
RE+	0.028	0.065	0.139	0.556	0.130
RE=	0.040	0.029	0.127	-0.004	0.306
RE-	0.028	0.051	0.139	-0.477	0.174
RE--	0.029	0.365	0.138	-1.197	-0.562
RE +/-	0.010	0.010	0.156	-0.392	0.055
TRESO ++	0.009	0.109	0.158	1.286	-0.561
TRESO +	0.015	0.093	0.151	0.770	-0.567
TRESO =	0.087	0.158	0.079	0.303	0.226
TRESO -	0.030	0.085	0.137	-0.599	0.170
TRESO --	0.025	0.317	0.141	-1.257	-0.443
PA non	0.029	0.480	0.138	-0.496	1.433
PAdist non	0.058	0.492	0.109	-0.714	-0.650
NPA1	0.019	0.000	0.148	-0.014	-0.061
NPA2	0.021	0.032	0.145	0.408	0.229
NPA3	0.019	0.089	0.148	0.836	0.100
NPA4	0.021	0.344	0.145	1.463	-0.440
INT non	0.082	0.389	0.085	-0.164	0.611
INTdist non	0.023	0.356	0.144	-0.984	-1.130
NINT1	0.016	0.012	0.150	-0.165	-0.292
NINT2	0.014	0.053	0.152	0.739	-0.117
NINT3	0.015	0.070	0.152	0.682	-0.487
NINT4	0.016	0.179	0.151	1.122	-0.670
AS oui	0.024	0.031	0.142	-0.206	-0.372
AS non	0.142	0.031	0.024	0.035	0.063

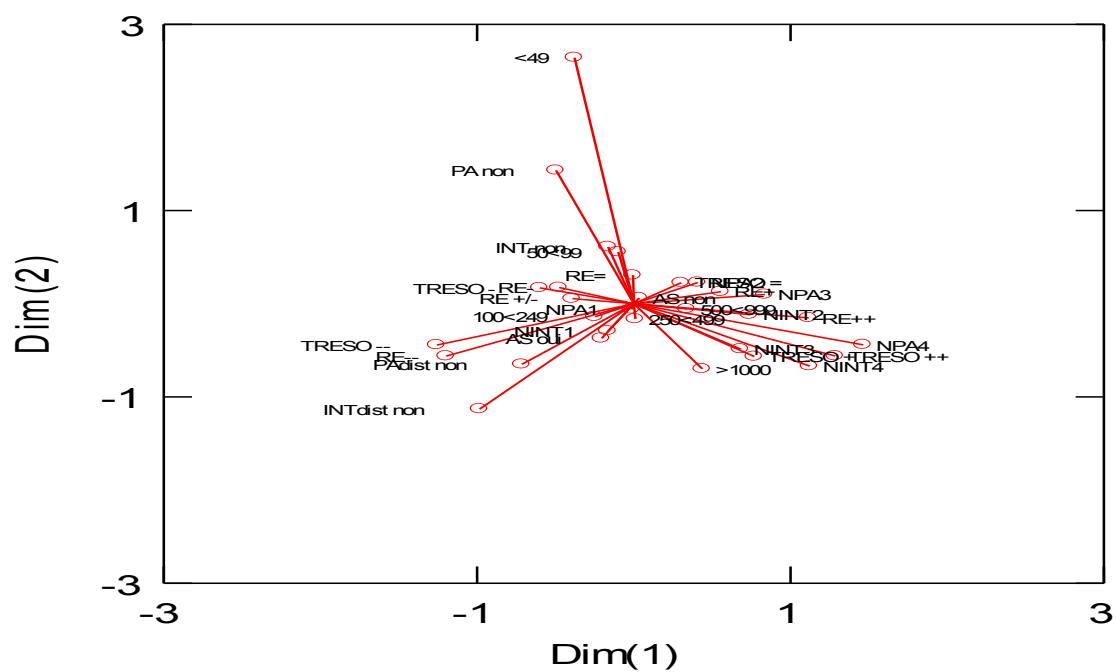
Variable contributions to factors

Name	Factor 1	Factor 2
<49	0.004	0.221
50<99	0.000	0.017
100<249	0.009	0.004
250<499	0.000	0.005
500<999	0.007	0.000
>1000	0.012	0.040
TOTAL TAILLE	0.032	0.287
RE++	0.116	0.003
RE+	0.024	0.002
RE=	0.000	0.013
RE-	0.018	0.003
RE--	0.117	0.033
RE +/-	0.004	0.000
TOTAL RE	0.279	0.054
TRESO ++	0.041	0.010
TRESO +	0.026	0.018
TRESO =	0.023	0.016
TRESO -	0.030	0.003
TRESO --	0.114	0.018
TOTAL TRESO	0.234	0.065
PA non	0.020	0.213
PAdist non	0.083	0.088
NPA1	0.000	0.000
NPA2	0.010	0.004
NPA3	0.037	0.001
NPA4	0.130	0.015
TOTAL PA	0.280	0.321
INT non	0.006	0.111
INTdist non	0.063	0.105
NINT1	0.001	0.005
NINT2	0.022	0.001
NINT3	0.020	0.013
NINT4	0.057	0.026
TOTAL INT	0.169	0.261
AS oui	0.003	0.012
AS non	0.000	0.002
TOTAL AS	0.003	0.014

Variable squared correlations with factors

Name	Factor 1	Factor 2
<49	0.008	0.388
50<99	0.001	0.032
100<249	0.027	0.009
250<499	0.000	0.011
500<999	0.017	0.000
>1000	0.030	0.076
RE++	0.303	0.006
RE+	0.062	0.003
RE=	0.000	0.029
RE-	0.045	0.006
RE--	0.299	0.066
RE +/-	0.010	0.000
TRESO ++	0.092	0.018
TRESO +	0.060	0.033
TRESO =	0.101	0.057
TRESO -	0.078	0.006
TRESO --	0.282	0.035
PA non	0.051	0.428
PAdist non	0.269	0.223
NPA1	0.000	0.000
NPA2	0.025	0.008
NPA3	0.088	0.001
NPA4	0.315	0.029
INT non	0.026	0.363
INTdist non	0.153	0.202
NINT1	0.003	0.009
NINT2	0.052	0.001
NINT3	0.046	0.024
NINT4	0.132	0.047
AS oui	0.007	0.023
AS non	0.007	0.023

Correspondence Plot



2. Procédure et analyse avec SPSS

Quantifications

code effectif selon classes insee

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
< 49	29	,730	-2,934
50 < 99	52	,318	-,652
100 < 249	183	,248	,065
250 < 499	173	-,032	,222
500 < 999	80	-,285	,216
> 1000	85	-,664	,674
Manquant	0		

NTILES of PALSAL

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
PAdist non	210	,675	,715
NPA 1	71	-,152	,290
NPA2	72	-,348	-,153
NPA3	72	-,971	,073
NPA4	72	-1,498	-,037
PA non	105	,671	-1,491
Manquant	0		

estimation annuelle des résultats d'exploitation

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
1	0	,000	,000
RE ++	94	-1,132	-,194
RE+	80	-,581	-,214
RE =	113	,034	-,216
RE plutôt faibles	80	,502	-,035
RE --	83	1,213	,602
RE +/-	29	,426	-,062
Manquant	123		

TRESOAN

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
1	0	,000	,000
Treso++	27	-1,331	,280
Treso +	46	-,868	,262
Treso =	257	-,278	-,260
trés -	89	,572	,001
Treso --	76	1,292	,503
Manquant	107		

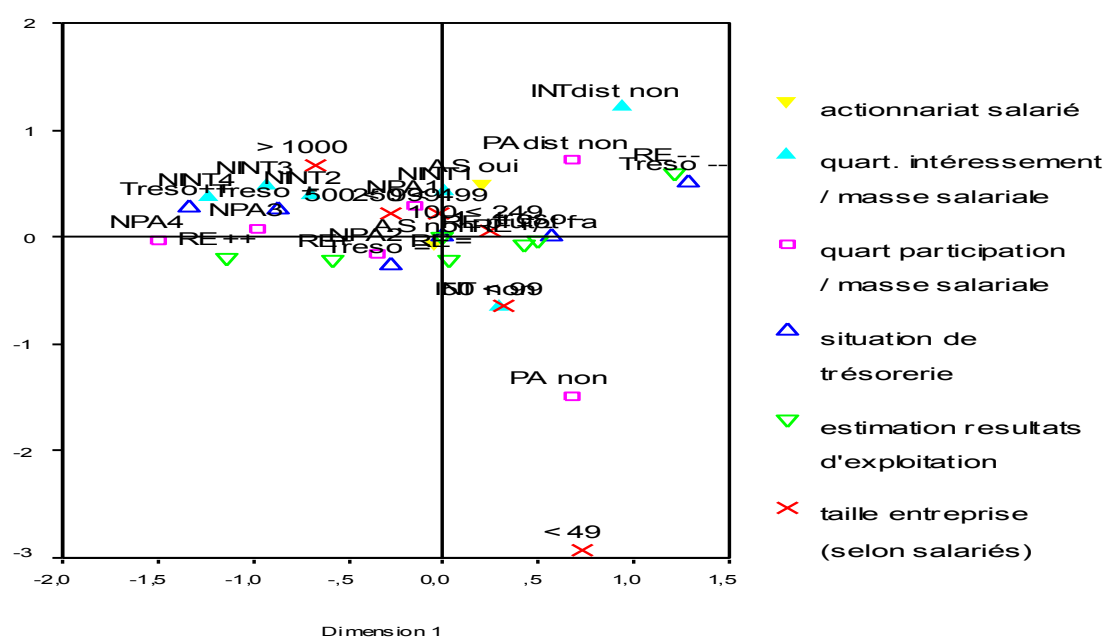
salariés actionnaires O/N

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
AS oui	85	,208	,488
AS non	517	-,037	-,069
Manquant	0		

NTILES of INTSAL

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
INTdist non	84	,942	1,201
NINT1	57	,011	,426
NINT2	58	-,689	,381
NINT3	58	-,929	,477
NINT4	58	-1,233	,366
INT non	287	,293	-,663
Manquant	0		

ACM année 2000 (spss)



ANALYSE DES CORRESPONDANCES DE L'ÉCHANTILLON DE L'ANNEE 2002

1. Procédure et résultats avec SYSTAT

Multiple Correspondence Analysis

Factor	Eigenvalue	Percent	Cum Pct	
1	0.366	8.78	8.78	---
2	0.262	6.29	15.07	--
3	0.227	5.46	20.53	--
4	0.215	5.16	25.69	--
5	0.204	4.90	30.60	-
6	0.201	4.81	35.41	-
7	0.196	4.71	40.12	-
8	0.188	4.51	44.64	-
9	0.185	4.44	49.08	-
10	0.179	4.30	53.37	-
11	0.177	4.24	57.62	-
12	0.164	3.94	61.55	-
13	0.160	3.85	65.40	-
14	0.151	3.63	69.03	-
15	0.151	3.62	72.64	-
16	0.144	3.46	76.10	-
17	0.138	3.31	79.41	-
18	0.129	3.10	82.51	-
19	0.126	3.03	85.54	-
20	0.120	2.88	88.42	-
21	0.119	2.85	91.27	-
22	0.106	2.53	93.81	-
23	0.090	2.16	95.97	-
24	0.088	2.12	98.08	-
25	0.080	1.92	100.00	-
Sum	4.167	(Total Inertia)		

Variable Coordinates

Name	Mass	Quality	Inertia	Factor 1	Factor 2
<49	0.007	0.500	0.159	-0.687	3.202
50<99	0.016	0.061	0.151	-0.671	0.374
100<249	0.048	0.025	0.118	-0.245	-0.028
250<499	0.047	0.025	0.119	0.063	-0.241
500<999	0.026	0.068	0.140	0.555	-0.236
>1000	0.022	0.067	0.145	0.454	-0.490
RE++	0.019	0.248	0.148	1.401	-0.123
RE+	0.035	0.123	0.132	0.662	0.159
RE=	0.030	0.041	0.136	0.033	0.431
RE-	0.036	0.078	0.130	-0.519	-0.102
RE--	0.032	0.276	0.135	-1.022	-0.364
RE +/-	0.015	0.001	0.152	0.077	-0.068
TRESO ++	0.006	0.056	0.161	1.105	-0.592
TRESO +	0.024	0.155	0.143	0.943	-0.186
TRESO =	0.080	0.096	0.087	0.258	0.197
TRESO -	0.037	0.112	0.129	-0.616	-0.085
TRESO --	0.020	0.246	0.147	-1.321	-0.235
PA non	0.026	0.558	0.140	-0.486	1.659
PAdist non	0.059	0.536	0.107	-0.724	-0.667
NPA1	0.021	0.002	0.146	0.045	-0.098
NPA2	0.020	0.041	0.147	0.509	0.214
NPA3	0.020	0.098	0.147	0.834	-0.145
NPA4	0.021	0.262	0.146	1.348	-0.156
INT non	0.070	0.290	0.096	-0.270	0.570
INTdsit non	0.027	0.327	0.139	-0.908	-0.914
NINT1	0.018	0.018	0.149	-0.028	-0.390
NINT2	0.017	0.052	0.150	0.610	-0.296
NINT3	0.017	0.101	0.149	0.896	-0.269
NINT4	0.017	0.136	0.150	1.098	0.100
AS OUI	0.024	0.022	0.142	-0.054	-0.352
AS NON	0.142	0.022	0.024	0.009	0.061

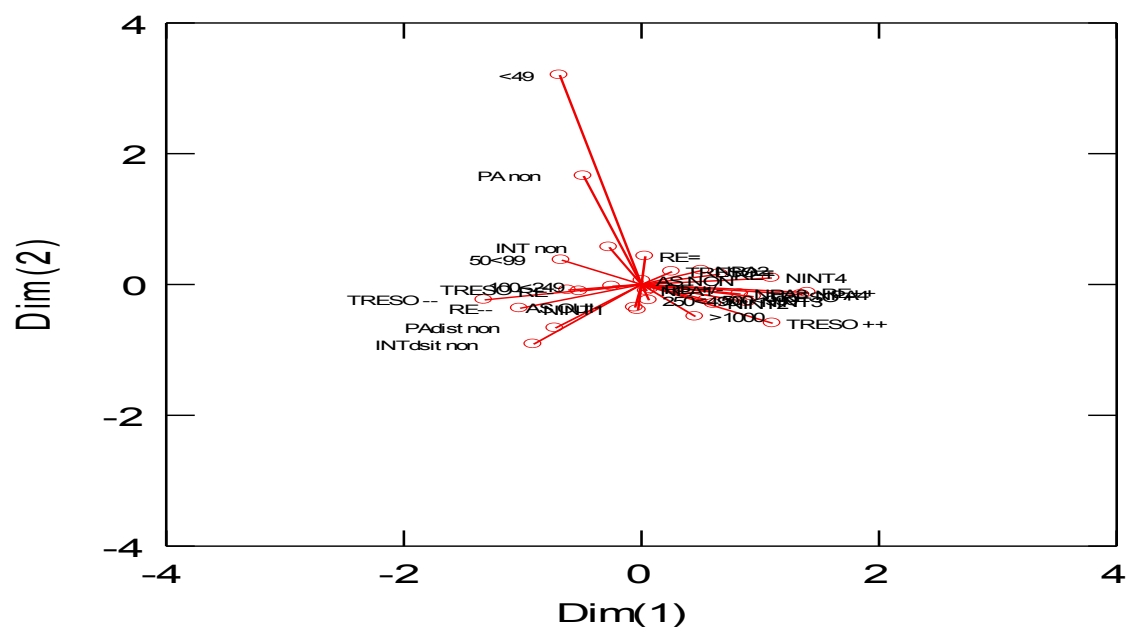
Variable contributions to factors

Name	Factor 1	Factor 2
<49	0.010	0.290
50<99	0.019	0.008
100<249	0.008	0.000
250<499	0.001	0.010
500<999	0.022	0.006
>1000	0.012	0.020
TOTAL TAILLE	0.072	0.334
RE++	0.099	0.001
RE+	0.042	0.003
RE=	0.000	0.021
RE-	0.027	0.001
RE--	0.090	0.016
RE +/-	0.000	0.000
TOTAL RE	0.258	0.042
TRESO ++	0.019	0.008
TRESO +	0.058	0.003
TRESO =	0.014	0.012
TRESO -	0.039	0.001
TRESO --	0.095	0.004
TOTAL TRESO	0.225	0.028
PA non	0.017	0.275
PAdist non	0.085	0.101
NPA1	0.000	0.001
NPA2	0.014	0.003
NPA3	0.038	0.002
NPA4	0.103	0.002
TOTAL PA	0.257	0.384
INT non	0.014	0.087
INTdsit non	0.062	0.088
NINT1	0.000	0.010
NINT2	0.017	0.006
NINT3	0.038	0.005
NINT4	0.055	0.001
TOTAL INT	0.186	0.200
AS OUI	0.000	0.012
AS NON	0.000	0.002
TOTAL AS	0.000	0.014

Variable squared correlations with factors

Name	Factor 1	Factor 2
<49	0.022	0.478
50<99	0.046	0.014
100<249	0.025	0.000
250<499	0.002	0.023
500<999	0.058	0.010
>1000	0.031	0.036
RE++	0.246	0.002
RE+	0.116	0.007
RE=	0.000	0.041
RE-	0.075	0.003
RE--	0.245	0.031
RE +/-	0.001	0.000
TRESO ++	0.043	0.012
TRESO +	0.150	0.006
TRESO =	0.061	0.035
TRESO -	0.110	0.002
TRESO --	0.238	0.008
PA non	0.044	0.514
PAdist non	0.290	0.246
NPA1	0.000	0.001
NPA2	0.035	0.006
NPA3	0.095	0.003
NPA4	0.259	0.003
INT non	0.053	0.237
INTdsit non	0.162	0.165
NINT1	0.000	0.018
NINT2	0.042	0.010
NINT3	0.093	0.008
NINT4	0.135	0.001
AS OUI	0.000	0.021
AS NON	0.000	0.021

Correspondence Plot



2. Procédure et analyse avec SPSS

Quantifications

CODE EFFECTIF SELON CLASSE INSEE

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
< 49	40	-,865	3,251
50 < 99	79	-,789	,244
100 < 249	249	-,207	-,051
250 < 499	256	,054	-,145
500 < 999	157	,470	-,148
>= 1000	123	,475	-,551
Manquant	0		

estimation annuelle des resultats d'exploitation

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
1	0	,000	,000
RE++	75	1,512	,066
RE+	141	,727	,142
RE=	124	,032	,239
RE-	148	-,541	-,145
RE--	131	-1,088	-,324
RE -/+	63	,077	-,196
Manquant	222		

TRESOANN

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
1	0	,000	,000
treso ++	23	1,192	-,375
treso +	98	1,022	-,076
treso =	335	,290	,127
treso -	156	-,638	-,137
treso--	82	-1,428	-,221
Manquant	210		

NTILES of PASAL2

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
PAdsit non	324	-,741	-,729
NPA1	106	,166	-,165
NPA2	106	,579	,086
NPA3	106	,826	-,174
NPA4	106	1,448	,029
PA non	156	-,529	1,721
Manquant	0		

NTILES of INTSAL2

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
INTdist non	149	-,979	-1,039
NINT1	91	,056	-,422
NINT2	91	,647	-,436
NINT3	91	,915	-,313
NINT4	91	1,199	,056
INT non	391	-,289	,677
Manquant	0		

salariés actionnaires O/N

	Effectif marginal	Valeurs affectées aux modalités	
		Dimension	
		1	2
1	140	-,054	-,548
2	764	,006	,112
Manquant	0		

ANNEXE 3 : Société générale - accords de participation en vigueur de 2002 à 2005

ACCORD DE PARTICIPATION

Le Comité Central de l'Unité Economique et Sociale en ayant délibéré, il est convenu ce qui suit, entre

La Société Générale Société Anonyme au capital de 530 423 152.50 EUR dont le siège social est 29 boulevard Haussmann à Paris immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° B 552 120 222 représentée, par le Directeur des Ressources et Relations Humaines, M. Alain PY, d'une part,

Et les membres élus du Comité Central de l'Unité Economique et Sociale qui ont statué à la majorité, représentés pour la signature de l'accord, par le secrétaire,

En vue de l'application à la Société Générale, qui est ci-après désignée par l'expression "l'Entreprise", des textes relatifs à la participation des salariés aux résultats de l'entreprise dans le cadre de la loi n° 2001-152 du 19 février 2001 sur l'épargne salariale et des articles L. 442-1 et suivants et R 442-1 et suivants du Code du travail.

Handwritten signature and initials

PRÉAMBULE

Le présent accord annule et remplace l'accord conclu au sein du comité central de l'Unité Economique et Sociale en sa séance du 15 Décembre 1987 ainsi que ses avenants.

Ce nouvel accord reconnaît aux salariés de la Société Générale un droit sur les résultats de l'entreprise déterminé en fonction du bénéfice et indépendant de la rémunération de leur travail.

I - CONSTITUTION ET REPARTITION DE LA RESERVE DE PARTICIPATION

Article 1 - Constitution de la réserve spéciale de participation

En application de l'article L.442-1 du Code du Travail, la constitution d'une réserve spéciale destinée à recevoir la participation des salariés au titre des exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 1968 est confirmée à compter du 1^{er} Janvier 2002.

Article 2 - Calcul du montant global de la réserve de participation

La Réserve Spéciale de Participation est calculée à la clôture de chaque exercice selon la formule :

$$RSP = \frac{1}{2} \times (B - \frac{5C}{100}) \times \frac{S}{VA}$$

dans laquelle :

RSP = Réserve Spéciale de Participation
B = Bénéfice net après impôt
C = Capitaux propres
S = Salaires
VA = Valeur Ajoutée

Conformément aux dispositions légales et réglementaires :

- Le bénéfice net correspond au bénéfice fiscal réalisé en France, tel qu'il est retenu pour être imposé au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, déduction faite de l'impôt sur les sociétés. Ce bénéfice est augmenté, éventuellement, du montant de la provision pour investissement. Ce bénéfice est calculé sans tenir compte de la quote-part des résultats des sociétés ou groupement soumis au régime des sociétés de personnes, revenant à la société au titre de ses participations.
- Les capitaux propres comprennent : le capital, les primes liées au capital social, les réserves, le report à nouveau, les provisions qui ont supporté l'impôt ainsi que les provisions réglementées constituées en franchise d'impôt ; leur montant est retenu d'après les valeurs figurant au bilan de clôture de l'exercice au titre duquel la réserve spéciale de participation est calculée ; sont exclus les capitaux investis à l'Etranger. Toutefois, en cas d'augmentation de capital au cours de l'exercice, le montant du capital et des primes liées au capital social est pris en compte *pro rata temporis*.

- Les salaires à prendre en considération sont ceux :

1 - déterminés selon les règles prévues pour le calcul des rémunérations au sens de l'article L.242-1 du Code de la Sécurité Sociale.

2 - qui sont versés aux salariés de l'Entreprise, du Comité Central d'Entreprise, du Comité d'Etablissement des Services Centraux Parisiens, aux salariés détachés en France et à l'Etranger, à l'exclusion de ceux qui sont bénéficiaires d'un accord de Participation conclu dans l'Entreprise où ils sont affectés. Pour les périodes d'absence mentionnées aux articles L.122.26 et L.122.32.1 du code du travail, les salaires à prendre en compte sont ceux perçus par le bénéficiaire s'il n'avait pas été absent.

- La valeur ajoutée est déterminée par le revenu bancaire hors taxes augmenté des produits nets du portefeuille-titres et des revenus des immeubles. Le revenu bancaire est égal à la différence entre, d'une part, les perceptions opérées sur les clients et d'autre part, les frais financiers de toute nature. Les éléments à prendre en considération doivent concourir à la formation d'un bénéfice réalisé en France.

Article 3 - Bénéficiaires et répartition

Bénéficient de la répartition, tous les salariés qui comptent dans l'Entreprise ou au Comité Central d'Entreprise ou au Comité d'Etablissement des Services Centraux Parisiens au moins trois mois d'ancienneté.

Pour la détermination de l'ancienneté sont pris en compte tous les contrats de travail exécutés dans l'Entreprise au cours de la période de calcul et des douze mois qui la précèdent.

Bénéficient également de la répartition, dans les mêmes conditions d'ancienneté, les salariés détachés en France et à l'Etranger visés à l'Article 2 ci-dessus. Conformément à l'article L.442-4, la répartition est calculée proportionnellement au salaire perçu et dans les limites des plafonds comme suit :

- le salaire pris en compte pour chaque bénéficiaire ne peut excéder une somme égale à une fois et demi le plafond annuel retenu pour la détermination du montant maximum des cotisations de sécurité sociale et d'allocations familiales,
- le montant des droits susceptibles d'être attribués à un bénéficiaire ne peut, pour un même exercice excéder une somme égale au trois quarts du montant annuel de ce même plafond.

Les sommes non distribuées en application du plafond individuel d'attribution mentionné ci-dessus demeurent dans la réserve spéciale de participation et seront réparties au cours de l'exercice ultérieur.

Lorsqu'un bénéficiaire n'a pas accompli une année entière dans l'Entreprise ou aux Comités d'Etablissement susvisés, les deux plafonds sont calculés au prorata de la durée de présence.

Sont assimilées à une période de présence les périodes visées aux articles L 122-26 et L 122-32-1 du Code du Travail c'est à dire le congé de maternité ou d'adoption, ainsi que les absences provoquées par un accident du travail ou une maladie professionnelle et les stages subséquents.

 Page 3
yL

II - AFFECTATION DES DROITS DES SALARIÉS

Article 4 - Options

L'Entreprise paie directement aux salariés les sommes leur revenant lorsque celles-ci n'atteignent pas un montant fixé par arrêté conjoint du ministre chargé des finances et du ministre chargé du travail (soit actuellement 80 EUR pour l'exercice 2002).

Pour l'affectation des sommes égales ou supérieures à ce montant, la durée de blocage des droits est fixée à cinq ans. Chaque salarié peut individuellement choisir d'affecter ces sommes dans le Plan d'Epargne d'Entreprise ou dans un fonds que l'Entreprise doit consacrer à des investissements.

Ces sommes sont exonérées d'impôt sur le revenu mais, pour les bénéficiaires domiciliés fiscalement en France pour l'impôt sur le revenu et à la charge à quelque titre que ce soit d'un régime obligatoire français d'assurance maladie, soumises au moment de la répartition individuelle des droits, à hauteur de 95% de leur montant, à la GSG et à la CRDS. L'exonération d'impôt sur le revenu n'est définitive qu'à l'expiration du délai d'indisponibilité de cinq ans.

1 - Affectation des sommes à un fonds que l'Entreprise doit consacrer à des investissements.

Ces sommes sont bloquées pendant un délai de cinq ans courant à compter du premier jour du quatrième mois suivant la clôture de l'exercice au titre duquel elles sont dues.

La créance sur l'Entreprise dont chaque salarié devient ainsi titulaire est inscrite à un compte nominatif ouvert dans les livres de l'Entreprise.

Ces sommes sont inscrites à ce compte et portent intérêts capitalisés annuellement, à compter du premier jour du quatrième mois suivant la clôture de l'exercice au titre duquel la participation est attribuée, au taux des bons d'épargne Société Générale remboursables au bout de cinq ans en vigueur la veille de cette date, multiplié par le coefficient de 1,10. Ce taux de rémunération ne saurait en tout état de cause être inférieur au taux moyen de rendement des obligations de sociétés privées publié par arrêté ministériel au début de chaque semestre. Les intérêts réinvestis sont de plein droit capitalisés annuellement.

L'Entreprise prend, par ailleurs, en charge les frais de tenue de comptes.

Au terme de la période de blocage de cinq ans, les sommes provenant de la participation et logées en compte courant bloqué peuvent être affectées dans un fonds du Plan d'Epargne Entreprise, à l'exclusion du fonds E.

Avant le terme des cinq ans d'indisponibilité, ces sommes peuvent être transférées dans un fonds du Plan d'Epargne Entreprise, à l'exclusion du fonds E, avec maintien de l'exonération fiscale des revenus. Ce transfert dans un plan d'épargne doit être réalisé dans un délai de deux mois maximum.

2 - Affectation des sommes dans un Plan d'Epargne Entreprise.

Le salarié choisit le ou les fonds dont il souhaite acquérir des parts.

Les sommes correspondantes sont versées au Dépositaire qui les emploie immédiatement, et en totalité, à la souscription de parts du fonds commun de placement choisi.

Les fonds communs de placement ont pour dépositaire la Société Générale et sont gérés par la S G Asset Management

Les sommes en instance d'affectation seront majorées à compter du 1er avril de chaque année d'un intérêt de retard égal à 1,33 fois le taux moyen de rendement des obligations des sociétés privées publié par le ministre chargé de l'économie.

 Page 4 

L'Entreprise prend en charge les frais de gestion des fonds communs de placement et les frais afférents à la tenue des comptes individuels. Ces frais cessent d'être à la charge de l'entreprise à l'expiration du délai d'un an après le déblocage des derniers droits acquis par les salariés qui l'ont quitté (à l'exception des retraités et pré-retraités). Ces frais incombent dès lors aux porteurs des parts concernés.

Les parts des fonds ne sont rendues disponibles que le premier jour du 4ème mois du 5ème exercice annuel suivant celui de leur acquisition.

Chaque bénéficiaire devra faire connaître l'option d'affectation de ses droits dans les quinze jours suivant l'envoi du bulletin d'option. A défaut de réponse dans ce délai, il sera réputé avoir opté pour la formule définie à l'article 4-1 (comptes courants bloqués).

Article 5 - Revenus

Les revenus provenant des sommes attribuées aux salariés reçoivent la même affectation que ces sommes. Ils sont également exonérés d'impôt sur le revenu mais sont soumis à la CSG et à la CDRS ainsi qu'au prélèvement social de 2% :

1 - Les produits des avoirs compris dans les fonds communs de placement sont automatiquement réinvestis par la Société de Gestion et augmentent à due concurrence la valeur liquidative des parts.

2 - Les intérêts des sommes inscrites aux comptes nominatifs ouverts dans les livres de l'Entreprise sont capitalisés et portent eux-mêmes intérêts au taux susvisé à compter de leur inscription au crédit du compte.

Article 6 - Cas de déblocage anticipé des droits

Les salariés ou leurs ayants-droit, selon le cas, peuvent obtenir la liquidation de leurs droits avant l'expiration de la période normale d'indisponibilité dans les cas autorisés par la réglementation en vigueur qui sont actuellement les suivants :

- Mariage de l'intéressé ou conclusion d'un pacte civil de solidarité par l'intéressé,
- Naissance, ou arrivée au foyer d'un enfant en vue de son adoption dès lors que le foyer compte déjà au moins deux enfants à charge,
- Divorce, séparation ou dissolution d'un pacte civil de solidarité lorsqu'ils sont assortis d'un jugement prévoyant la résidence habituelle unique ou partagée d'au moins un enfant au domicile de l'intéressé,
- Invalidité du bénéficiaire, de ses enfants, de son conjoint ou de la personne qui est liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité. Cette invalidité s'apprécie au sens des 2° et 3° de l'article L.341-4 du code de la Sécurité Sociale, ou doit être reconnue par décision de la commission technique d'orientation et de reclassement professionnel prévue à l'article L.323-11 ou de la commission départementale de l'éducation spéciale, à condition que le taux d'incapacité atteigne au moins 80% et que l'intéressé n'exerce aucune activité professionnelle.
- Décès du bénéficiaire, de son conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité,
- Cessation du contrat de travail,
- Création ou reprise par le bénéficiaire, ses enfants, son conjoint ou la personne qui est liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité, d'une entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole, soit à titre individuel, soit sous la forme d'une société, à condition d'en exercer effectivement le contrôle au sens de l'article R.351-43, ou installation en vue de l'exercice d'une autre profession non salariée, ou acquisition de parts sociales d'une société coopérative de production.

- Acquisition ou agrandissement de la résidence principale emportant création de surface habitable nouvelle telle que définie à l'article R-111.2 du code de la construction et de l'habitation, sous réserve de l'existence d'un permis de construire ou d'une déclaration préalable de travaux, ou à la remise en état de la résidence principale endommagée à la suite d'une catastrophe naturelle reconnue par arrêté ministériel.
- Situation de surendettement du salarié définie à l'article L.331.2 du code de la consommation, sur demande adressée à l'organisme gestionnaire des fonds ou à l'employeur par le président de la commission de surendettement des particuliers ou le juge, lorsqu'il estime que le déblocage des droits paraît nécessaire à la bonne exécution d'un plan amiable de règlement ou de redressement judiciaire civil.

La demande du salarié ne doit pas être présentée au-delà d'un délai de six mois à compter de la survenance du fait générateur, sauf dans les cas de cessation du contrat de travail, décès du conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité, invalidité et surendettement où cette demande peut être présentée à tout moment.

La levée anticipée de l'indisponibilité est réalisée en un versement unique qui porte, au choix du salarié, sur tout ou partie des droits susceptibles d'être débloqués.

Article 7 - Information collective des salariés

Le texte de l'accord sera remis à chaque salarié et à chaque nouveau salarié dès son entrée en fonctions. En cas de modification de l'accord, le texte des nouvelles dispositions sera distribué à tous les salariés de l'Entreprise.

Article 8 - Information des parties signataires

Dans les 6 mois qui suivent la clôture de chaque exercice, l'employeur présente au Comité Central de l'Unité Economique et Sociale un rapport comportant :

- les éléments servant de base au calcul du montant de la réserve spéciale de participation pour l'exercice écoulé,
- des indications précises sur la gestion et l'utilisation des sommes affectées à cette réserve.

Article 9 - Information individuelle des salariés

Dans les six mois qui suivent la clôture de chaque exercice, chaque salarié est informé des sommes et valeurs qu'il détient au titre de la participation.

Toute répartition entre les membres du personnel donne lieu à la remise à chaque bénéficiaire d'une fiche indiquant :

- le montant total de la réserve spéciale de participation pour l'exercice écoulé,
- le montant des droits attribués aux bénéficiaires,
- le montant de la CSG et de la CRDS,
- s'il y a lieu, l'organisme auquel est confiée la gestion du fonds commun de placement,
- la date à partir de laquelle les droits seront, selon le cas, négociables ou exigibles,
- les cas dans lesquels ils peuvent être exceptionnellement débloqués avant cette date.

Une note annexe rappelant les règles de calcul et de répartition de la réserve est obligatoirement jointe à cette fiche.



III - CAS DES SALARIES QUI QUITTENT L'ENTREPRISE

Article 10 - Formalités à accomplir

Lorsqu'un salarié, titulaire d'une créance sur la réserve spéciale de participation, quitte l'Entreprise sans exercer son droit à déblocage ou avant que celle-ci ait été en mesure de liquider à la date de son départ la totalité des droits dont il est titulaire, l'employeur est tenu :

- de lui remettre un état récapitulatif (R.444-1-3 du Code du Travail) et une attestation indiquant la nature et le montant de ses droits ainsi que la ou les dates à partir desquelles ceux-ci deviendront disponibles
- de lui faire préciser l'adresse à laquelle devront lui être envoyées les sommes représentatives de ses droits.

En cas de changement de cette adresse, il appartient au bénéficiaire d'en aviser l'Entreprise en temps utile.

Lorsqu'un salarié quittant l'entreprise reçoit pour la première fois l'état récapitulatif prévu à l'article L.444-5 du Code du Travail, il lui est remis un Livret d'Epargne Salariale comportant :

- les états récapitulatifs,
- l'attestation précitée,
- un rappel des dispositions des articles L.443-2, R.442-17, R.443-12, R.442-16 et R.443-13 du Code du Travail.

Les sommes détenues par le salarié dont il n'a pas demandé délivrance au moment de la rupture de son contrat de travail, peuvent être transférées, à sa demande, dans le plan d'épargne de son nouvel employeur.

Ces sommes ne sont pas prises en compte pour l'appréciation du plafond de versement individuel de 25% et ne peuvent donner droit à des versements complémentaires de l'employeur.

La CSG, la CRDS et le prélèvement social de 2% ne sont pas perçus lors du transfert, mais au moment de la délivrance des avoirs.

Article 11 - Sort des droits en cas d'absence d'adresse ou de décès

Lorsqu'un salarié qui a quitté l'Entreprise ne peut être atteint à la dernière adresse indiquée par lui :

a) Les sommes mentionnées à l'article 4-1 du présent accord sont tenues à sa disposition par l'Entreprise pendant une durée d'un an à compter de la date d'expiration du délai de blocage.

Passé ce temps, elles sont remises à la Caisse des Dépôts et Consignations où l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

b) Les parts de fonds communs de placement mentionnées à l'article 4-2 sont conservées par l'organisme gestionnaire. A l'expiration du délai de prescription, l'organisme gestionnaire procède à la liquidation des parts et verse le montant ainsi obtenu au Trésor Public.

En cas de décès de l'intéressé, il appartient à ses ayants-droits de demander la liquidation de ces droits qui sont devenus, selon le cas, immédiatement exigibles ou négociables et auxquels cesse d'être attaché le régime fiscal prévu au 4 du III de l'article 150-0 A du code Général des Impôts, avant le septième mois suivant le décès.

Les dispositions des Articles 10 et 11 s'appliquent également au personnel du Comité d'Etablissement des Services Centraux Parisiens.

 Page 7

IV - RÈGLEMENT DES DIFFÉRENDS

Article 12 - Règlement des différends

Préalablement à la saisine des Tribunaux visés à l'article L.442-13 du Code du Travail, si des contestations relatives au montant des salaires et au calcul de la valeur ajoutée apparaissent, les parties en désaccord exposeront leurs arguments et rechercheront une solution amiable ; à défaut les différends relèvent des juridictions compétentes.

Les autres litiges sont du ressort du tribunal d'Instance ou de Grande Instance.

V - DURÉE DE L'ACCORD - DÉPÔT

Article 13 - Durée de l'accord

Le présent accord prend effet à compter du 1er janvier 2002 et est applicable jusqu'au 31 décembre 2004. A l'arrivée du terme, l'accord prend fin de plein droit et cesse effectivement de produire tout effet au delà de ce terme.

Dans le cadre de la réglementation en vigueur, il pourra être modifié par voie d'avenant.

Article 14 - Dépôt de l'accord

Conformément aux dispositions de l'Article L 442-8 du Code du Travail, le présent accord, accompagné du procès-verbal de la séance du Comité Central de l'Unité Economique et Sociale du 25 juin 2002 qui l'a approuvé, est déposé dès sa conclusion, par l'employeur, à la Direction Départementale du Travail et de l'Emploi.

Les mêmes dispositions sont prises en cas de modification de l'accord.

Paris La Défense, le 25 juin 2002

Le Président du Comité Central de l'Unité Economique et Sociale



Le Secrétaire du Comité Central de l'Unité Economique et Sociale



YVES LOHYN
SECRÉTAIRE

ANNEXE 4 : Société Générale – accord de participation en vigueur de 2005 à 2007.

<p align="center">ACCORD DE PARTICIPATION DE LA SOCIÉTÉ GÉNÉRALE</p> <p align="center">PORTANT SUR LES EXERCICES 2005, 2006 et 2007</p>

En vue de l'application à la Société Générale d'un accord de Participation dans le cadre des articles L. 442-1 et suivants et R 442-1 et suivants du Code du travail Code du Travail, il est convenu ce qui suit entre

La Société Générale, Société Anonyme au capital de 542 691 448,75 Euros dont le siège social est 29, boulevard Haussmann à Paris immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° B 552 120 222 représentée, par le Directeur des Ressources et Relations Humaines, Monsieur Bernard Le Mau de Talancé, d'une part et ci-après dénommée l'Entreprise,

Et les Organisations Syndicales représentatives suivantes, d'autre part,

Pour la Société Générale

Pour la C.F.D.T.

Pour la C.F.T.C.

Pour la C.G.T.

Pour F.O.

Pour le S.N.B.

Le présent accord a été signé par les Organisations Syndicales suivantes

- C.F.D.T.
- C.F.T.C.
- C.G.T.
- F.O.
- S.N.B.

Fait à Paris La Défense, le 29 juin 2005

PREAMBULE

La Participation et l'Intéressement ont pour objet d'associer financièrement les salariés aux résultats économiques de l'Entreprise. A la Société Générale, ces deux dispositifs sont regroupés sous le terme de « Rémunération Financière ». Cette rémunération financière est déterminée en fonction de la performance globale de l'Entreprise, mesurée par plusieurs indicateurs financiers.

L'accord de participation dérogatoire constitue la première composante de la Rémunération Financière (RF). Il est conclu pour une durée de trois ans. L'accord d'intéressement constitue la seconde composante de cette rémunération financière.

ARTICLE 1 - DUREE

Le présent accord prend effet à compter du 1^{er} janvier 2005 pour une période couvrant trois années, soit :

du 1^{er} janvier 2005 au 31 décembre 2005,
du 1^{er} janvier 2006 au 31 décembre 2006,
du 1^{er} janvier 2007 au 31 décembre 2007.

Cette période correspond aux exercices fiscaux actuels.

Le 31 décembre 2007, l'accord prend fin de plein droit et cesse effectivement de produire tout effet au-delà de ce terme, à l'exception des modalités de placement des droits individuels de participation à verser en 2008 au titre de l'exercice 2007.

ARTICLE 2 - BENEFICIAIRES

Le présent accord est applicable à tous les salariés des établissements métropolitains de la Société Générale personne morale ou du Comité Central d'Entreprise ou du Comité d'Etablissement des Services Centraux Parisiens, qui comptent au moins trois mois d'ancienneté.

Pour la détermination de l'ancienneté sont pris en compte tous les contrats de travail exécutés dans l'Entreprise au cours de la période de calcul et des douze mois qui la précèdent. Par ailleurs, les périodes de suspension du contrat de travail, pour quelque motif que ce soit, ne peuvent être déduites du calcul de l'ancienneté.

Il s'étend également dans les mêmes conditions d'ancienneté aux salariés de la Société Générale détachés en France et à l'Etranger, à l'exclusion de ceux qui bénéficient d'un accord de participation dans les entreprises où ils sont affectés.

Les salariés détachés auprès de la Société Générale Personne Morale ne bénéficient pas du présent accord de participation.

ARTICLE 3 - CALCUL DU MONTANT GLOBAL DE LA RESERVE DE PARTICIPATION

La Réserve Spéciale de Participation est calculée à la clôture de chaque exercice selon la formule dérogatoire suivante :

$$P = 0,68\% \times \left[\frac{1}{2} \times (\text{REX réseau de détail SG France} - 5\% \text{ FP réseau de détail SG France}) + \frac{1}{2} \times (\text{REX SG lissé} - 5\% \text{ CP SG}) \right]$$

Avec :

« P » représentant la Réserve Spéciale de Participation,

« REX réseau de détail SG France » représentant le Résultat brut d'exploitation du réseau Société Générale France minoré du coût du risque tel qu'il figure dans les états de gestion présentés au Comité des comptes,

« FP réseau de détail SG France » représentant les Fonds Propres normatifs du réseau Société Générale France, soit environ 6% des encours Cooke du réseau Société Générale France fin de période, tels qu'ils figurent dans la liasse d'information financière audité par les Commissaires aux Comptes et transmise au Comité des Comptes,

« REX SG lissé » représentant le résultat d'exploitation après lissage sur 5 ans du coût du risque soit, le résultat brut d'exploitation, tel qu'il figure dans les états financiers consolidés de l'Entreprise minoré d'un coût du risque moyen sur cinq ans.

Ce coût du risque est lui-même calculé comme la moyenne sur cinq ans des charges du coût du risque converties en points de base, rapportées aux encours Cooke fin de période.

« CP SG » représentant les Capitaux Propres, soit le capital, les primes d'émission, l'autocontrôle, les réserves ainsi que les réserves de réévaluation et ré-estimation tels qu'ils figurent dans les états financiers consolidés de l'Entreprise.

Si la valeur de P calculée selon cette formule était supérieure à 1/13^{ème} de la somme de tous les salaires fixes annuels bruts au 31 décembre de l'exercice considéré, alors la valeur de P serait égale à ce montant.

ARTICLE 4 - REGLE D'EQUIVALENCE ET PLAFOND

Il est procédé tous les ans au calcul du résultat issu de la formule légale de participation. Dans le cas où celui-ci s'avèrerait supérieur au résultat issu de la formule dérogatoire, le résultat issu de la formule légale serait retenu de plein droit et distribué aux bénéficiaires dans les conditions prévues par l'accord.

En application de l'article L. 442-6 du Code du travail, la Réserve Spéciale de Participation ne doit pas excéder le Bénéfice net comptable de la Société Générale Personne Morale diminué de 5% des Capitaux propres de la Société Générale Personne Morale.

ARTICLE 5 - MODALITES DE REPARTITION

La répartition de la Réserve Spéciale de Participation entre les salariés est calculée proportionnellement au salaire brut perçu.

Les parties au présent accord décident, afin d'atténuer l'effet de hiérarchisation des salaires sur la répartition de la Réserve Spéciale de Participation, de fixer un plancher et un plafond au salaire individuel retenu pour la répartition proportionnelle aux salaires.

Le salaire minimum pris en compte pour chaque bénéficiaire est au moins égal à 0,75 fois le plafond annuel retenu pour la détermination du montant maximum des cotisations de sécurité sociale et d'allocations familiales.

Le salaire maximum pris en compte pour chaque bénéficiaire ne peut excéder une somme égale à deux fois le plafond annuel retenu pour la détermination du montant maximum des cotisations de sécurité sociale et d'allocations familiales.

Conformément à la réglementation, le montant des droits susceptibles d'être versés à un même bénéficiaire au titre d'un exercice donné ne peut excéder une somme égale aux trois quarts du montant annuel moyen de la Sécurité Sociale.

Les sommes non distribuées en application du plafond individuel d'attribution mentionné ci-dessus demeurent dans la réserve spéciale de participation et seront réparties au cours de l'exercice ultérieur.

Le plancher et les deux plafonds ci-dessus sont calculés au prorata de la durée de présence.

Sont assimilées à une période de présence les périodes visées aux articles L 122-26 et L 122-32-1 du Code du Travail c'est à dire le congé de maternité ou d'adoption, ainsi que les absences provoquées par un accident du travail ou une maladie professionnelle et les stages subséquents.

S'agissant des salariés à temps partiel, le plancher et les deux plafonds sont également proratisés en fonction du coefficient de paiement.

La répartition ainsi définie s'obtient par l'application de la formule suivante :

$$p = P \times \frac{s}{S}$$

Avec

p= Montant individuel des droits à participation

P= Montant de la Réserve Spéciale de Participation

s= Salaire individuel brut perçu, après prise en compte du plancher et des plafonds

S= Total des salaires individuels bruts perçus après prise en compte du plancher et des plafonds

ARTICLE 6 - OPTIONS D'AFFECTATION DES DROITS DES SALARIES

Ces sommes sont bloquées pendant un délai de cinq ans courant à compter du premier jour du quatrième mois suivant la clôture de l'exercice au titre duquel elles sont dues. Les avoirs sont rendus disponibles le premier jour du 4ème mois du 5ème exercice annuel suivant celui de leur acquisition.

Chaque bénéficiaire salarié peut individuellement choisir d'affecter ces sommes :

- dans le compte-courant bloqué 5 ans

ou

- dans un ou deux fonds du Plan d'Epargne d'Entreprise dans les conditions fixées par le règlement du PEE.

Chaque bénéficiaire devra faire connaître l'option d'affectation de ses droits dans les quinze jours suivant l'envoi du bulletin d'option. A défaut de réponse dans ce délai, il sera réputé avoir opté pour un investissement de la prime de participation dans le fonds le moins risqué du Plan d'Epargne d'entreprise : Arcancia Sécurité 257.

L'Entreprise paie directement aux salariés les sommes leur revenant lorsque celles-ci n'atteignent pas un montant fixé par arrêté conjoint du ministre de l'économie, des finances et de l'industrie et du ministre de l'emploi et de la solidarité (soit actuellement 80 EUR pour l'exercice 2005).

Ces sommes sont exonérées d'impôt sur le revenu mais restent soumises, au moment de la répartition individuelle des droits à hauteur de 97% de leur montant, à la CSG et à la CRDS. Cette règle s'applique aux bénéficiaires domiciliés fiscalement en France.

1 - Affectation des sommes dans le compte-courant bloqué 5 ans

La créance sur l'Entreprise dont chaque salarié devient ainsi titulaire est inscrite à un compte nominatif ouvert dans les livres de l'Entreprise.

Les sommes inscrites à ce compte portent intérêts capitalisés annuellement, à compter du premier jour du quatrième mois suivant la clôture de l'exercice au titre duquel la participation est attribuée, au taux des bons d'épargne Société Générale remboursables au bout de cinq ans en vigueur la veille de cette date, multiplié par le coefficient de 1,10.

Ce taux de rémunération ne saurait en tout état de cause être inférieur au taux moyen de rendement des obligations de sociétés privées publié par arrêté ministériel au début de chaque semestre. Les intérêts réinvestis sont de plein droit capitalisés annuellement.

Avant le terme des cinq ans d'indisponibilité, les sommes provenant de la participation et logées en compte-courant bloqué peuvent être transférées dans un fonds du Plan d'Epargne Entreprise dans les conditions prévues par le règlement, avec maintien de l'exonération fiscale des revenus.

Au terme de la période de blocage de cinq ans, les sommes provenant de la participation et logées en compte courant bloqué sont remboursées ou peuvent être affectées dans un fonds du Plan d'Epargne Entreprise dans les conditions prévues par règlement du Plan d'Epargne d'Entreprise.

2 - Affectation des sommes dans le Plan d'Epargne Entreprise

Le salarié choisit le ou les fonds dont il souhaite acquérir des parts, tels que référencés à l'article 5 du Plan d'Epargne d'Entreprise.

Les sommes correspondantes sont versées au Dépositaire qui les emploie immédiatement, et en totalité, à la souscription de parts du fonds commun de placement choisi.

Les fonds communs de placement ont pour dépositaire la Société Générale et sont gérés par la S G Asset Management.

3 - Intérêt de retard

Les sommes en instance d'affectation seront majorées à compter du 1er avril de chaque année d'un intérêt de retard égal à 1,33 fois le taux moyen de rendement des obligations des sociétés privées publié par le ministre chargé de l'économie.

ARTICLE 7 - REVENUS

Les revenus provenant des sommes attribuées aux salariés reçoivent la même affectation que ces sommes :

1- Les produits des avoirs compris dans les fonds communs de placement sont automatiquement réinvestis par la Société de Gestion et augmentent à due concurrence la valeur liquidative des parts.

2 - Les intérêts des sommes inscrites aux comptes nominatifs ouverts dans les livres de l'Entreprise sont capitalisés et portent eux-mêmes intérêts au taux susvisé à compter de leur inscription au crédit du compte.

ARTICLE 8 - CAS DE DEBLOCAGE ANTICIPE DES DROITS

Les salariés ou leurs ayants-droit, selon le cas, peuvent obtenir la liquidation de leurs droits avant l'expiration de la période normale d'indisponibilité dans les cas autorisés par la réglementation en vigueur qui sont actuellement les suivants :

- Mariage de l'intéressé ou conclusion d'un pacte civil de solidarité par l'intéressé,
- Naissance, ou arrivée au foyer d'un enfant en vue de son adoption dès lors que le foyer compte déjà au moins deux enfants à charge,
- Divorce, séparation ou dissolution d'un pacte civil de solidarité lorsqu'ils sont assortis d'un jugement prévoyant la résidence habituelle unique ou partagée d'au moins un enfant au domicile de l'intéressé,
- Invalidité du bénéficiaire, de ses enfants, de son conjoint ou de la personne qui est liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité. Cette invalidité s'apprécie au sens des 2° et 3° de l'article L.341-4 du code de la Sécurité Sociale, ou doit être reconnue par décision de la commission technique d'orientation et de reclassement professionnel prévue à l'article L.323-11 ou de la commission départementale de l'éducation spéciale, à condition que le taux d'incapacité atteigne au moins 80% et que l'intéressé n'exerce aucune activité professionnelle.
- Décès du bénéficiaire, de son conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité,
- Cessation du contrat de travail,
- Affectation des sommes épargnées à la création ou reprise par le salarié, ses enfants, son conjoint ou la personne qui est liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité, d'une entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole, soit à titre individuel, soit sous la forme d'une société, à condition d'en exercer effectivement le contrôle au sens de l'article R.351-43, ou installation en vue de l'exercice d'une autre profession non salariée, ou acquisition de parts sociales d'une société coopérative de production,
- Acquisition ou agrandissement de la résidence principale emportant création de surface habitable nouvelle telle que définie à l'article R.111-2 du code de la construction et de l'habitation, sous réserve de l'existence d'un permis de construire ou d'une déclaration préalable de travaux, ou à la remise en état de la résidence principale endommagée à la suite d'une catastrophe naturelle reconnue par arrêté ministériel,
- Situation de surendettement du salarié définie à l'article L.331-2 du code de la consommation, sur demande adressée à l'organisme gestionnaire des fonds ou à l'employeur par le président de la commission de surendettement des particuliers ou le juge, lorsqu'il estime que le déblocage des droits paraît nécessaire à l'apurement du passif de l'intéressé.

La demande du salarié ne doit pas être présentée au-delà d'un délai de six mois à compter de la survenance du fait générateur, sauf dans les cas de cessation du contrat de travail, décès du conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité, invalidité et surendettement où cette demande peut être présentée à tout moment.

La levée anticipée de l'indisponibilité est réalisée en un versement unique qui porte, au choix du salarié, sur tout ou partie des droits susceptibles d'être débloqués.

ARTICLE 9 - FRAIS

L'Entreprise prend en charge les frais de gestion des fonds communs de placement et les frais afférents à la tenue des comptes individuels. Ces frais cessent d'être à la charge de l'Entreprise à l'expiration du délai d'un an après le déblocage des derniers droits acquis par les salariés qui l'ont quitté (à l'exception des retraités et pré-retraités). Ces frais incombent dès lors aux porteurs des parts concernés.

ARTICLE 10 - INFORMATION DES PARTIES SIGNATAIRES

Une commission unique dite « Commission de l'Intéressement et de la Participation » est mise en place. Son rôle est de suivre l'application des accords de Participation et d'Intéressement.

Elle est composée :

- d'un représentant de chacune des Organisations syndicales suivantes : CFDT, CFTC, CGT, FO, SNB, désigné au titre du Comité Central de l'Union Economique et Sociale, d'au moins
- trois représentants de l'Entreprise.

Ses membres sont tenus à l'obligation de discrétion.

Le calcul de la participation fait l'objet d'un rapport établi par l'Entreprise et communiqué à la "Commission de l'Intéressement et de la Participation", laquelle se réunit dans les deux semaines suivant la remise du rapport et préalablement à l'attribution individuelle des droits à participation.

ARTICLE 11 - INFORMATION DES BENEFICIAIRES ET DE LEURS AYANTS DROIT

Sur l'accord de participation

Le présent accord est porté à la connaissance des salariés par voie d'affichage électronique, via le site RH Online et est disponible auprès des responsables du personnel. En outre, il est remis à tout nouvel embauché dès son entrée en fonction.

Les notices de fonds (après agrément de l'AMF) et le règlement du PEE sont également portés à la connaissance des salariés par voie d'affichage électronique, via le site RH Online. Ils sont par ailleurs adressés aux bénéficiaires absents de l'Entreprise.

Sur les droits à participation du bénéficiaire

Une fiche individuelle, distincte du bulletin de paie, est remise à chaque bénéficiaire. Elle indique le montant total de la réserve spéciale de participation pour l'exercice écoulé, le montant brut et net des droits attribués au bénéficiaire, le montant de la CSG et de la CRDS, la date à laquelle les droits seront négociables ou exigibles, l'organisme auquel est confiée la gestion de ces droits, les cas dans lesquels ils peuvent être exceptionnellement transférés ou liquidés avant l'expiration de ce délai.

Une note annexe rappelant les règles de calcul et de répartition de la réserve est également mise à disposition.

Lorsqu'un salarié susceptible de bénéficier de la participation quitte l'Entreprise avant que celle-ci n'ait été en mesure de calculer les droits dont il est titulaire, l'employeur demande au bénéficiaire de lui communiquer l'adresse à laquelle il pourra être avisé de ses droits et de l'informer de ses changements d'adresse éventuels.

Sur la valorisation et la gestion des avoirs

La Société Générale teneur de registre, envoie aux salariés, lors de chaque mouvement sur leur compte, un relevé de leurs avoirs mentionnant leur date de cessibilité et chaque année, un relevé au 31 décembre.

Elle met également à leur disposition un site internet www.esalia.com qui permet notamment au bénéficiaire de consulter la valorisation de ses avoirs, l'évolution des valeurs liquidatives et la performance des fonds.

La Société de Gestion des Fonds Communs de Placement SG Asset Management et le Teneur de Compte Société Générale mettent également une fois par an à disposition des porteurs de parts :

- un rapport simplifié sur la gestion du Fonds,
- l'inventaire des avoirs,
- l'indication du nombre de parts et de millièmes de parts existant à la date du 31 décembre, ainsi que le prix de rachat de la part à la même date.

En cas de départ de l'Entreprise

L'Entreprise remet au salarié quittant l'entreprise un Livret d'Epargne Salariale, tel que prévu à l'article L.444-5 du Code du Travail et comportant :

- les états récapitulatifs de l'ensemble des sommes et valeurs mobilières épargnées (et comportant les mentions obligatoires de l'article R444-1-3 du Code du travail),
- un rappel des dispositions des articles L.443-2, R.442-17, R.443-12, R.442-16 et R.443-13 du Code du Travail.

Les sommes détenues par le salarié dont il n'a pas demandé délivrance au moment de la rupture de son contrat de travail, peuvent être transférées, à sa demande, dans le plan d'épargne de son nouvel employeur.

Lorsque le salarié ne peut être atteint à la dernière adresse indiquée par lui, les droits restent à sa disposition dans l'Entreprise pendant un délai d'un an à compter de la date limite du versement. Passé ce délai, les sommes sont remises à la Caisse des Dépôts et Consignations où l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

La conservation des parts de fonds commun de placement continue d'être assurée par l'organisme qui en est chargé et auprès duquel l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

En cas de décès de l'intéressé, il appartient à ses ayants-droits de demander la liquidation de ces droits qui sont devenus, selon le cas, immédiatement exigibles ou négociables et auxquels cesse d'être attaché le régime fiscal prévu au 4 du III de l'article 150-0 A du code Général des Impôts, avant le septième mois suivant le décès.

Ces dispositions s'appliquent également au personnel du Comité d'Etablissement des Services Centraux Parisiens.

ARTICLE 12 - REGLEMENT DES DIFFERENDS

Préalablement à la saisine des Tribunaux visés à l'article L.442-13 du Code du Travail, si des contestations relatives au montant des salaires et au calcul de la valeur ajoutée apparaissent, les parties en désaccord exposeront leurs arguments et rechercheront une solution amiable ; à défaut les différends relèvent des juridictions compétentes.

Les autres litiges sont du ressort du tribunal d'Instance ou de Grande Instance.

ARTICLE 13 - REVISION et DENONCIATION de l'ACCORD

Le présent accord peut être révisé pour un exercice en cours par voie d'avenant signé au moins six mois avant la fin de l'exercice considéré par les mêmes parties et dans les mêmes formes que l'accord initial, notamment en cas d'évolution du contexte juridique, comptable ou fiscal ayant une incidence directe sur le système de participation.

Il ne peut être dénoncé que par l'ensemble des parties signataires et dans la même forme que sa conclusion.

Pour être applicable à l'exercice en cours, la dénonciation doit respecter les mêmes conditions de délais et de dépôt que l'accord lui-même.

ARTICLE 14 - RENOUELEMENT DE L'ACCORD

Avant la fin du 1er semestre 2008, la Direction et les Organisations Syndicales Représentatives se réuniront afin de juger de l'opportunité de renouveler ou non le système de participation sous la même forme ou bien de le modifier.

ARTICLE 15 - DEPOT DE L'ACCORD

Conformément aux dispositions de l'Article L.442-8 du Code du Travail, le présent accord est déposé dès sa conclusion, par l'Entreprise, à la Direction Départementale du Travail et de l'Emploi et de Formation Professionnelle.

Les mêmes dispositions sont prises en cas de modification de l'accord.

ANNEXE 5 : Société Générale – Accord d'intéressement en vigueur de 200 à 2004

ACCORD D'INTERESSEMENT PORTANT SUR LES EXERCICES 2002 A 2004

En vue de l'application à la Société Générale d'un sixième accord d'Intéressement conclu dans le cadre des articles L.441-1 et suivants et R.441-1 et suivants du Code du Travail, Il est convenu ce qui suit entre,

la Société Générale, Société Anonyme au capital de 530 423 152.50 EUR dont le siège social est 29 boulevard Haussmann à Paris immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° B 552.120.222, représentée par le Directeur des Ressources et Relations Humaines, M. Alain PY, d'une part,

et,

les Organisations Syndicales suivantes représentatives, d'autre part.

Pour la Société Générale



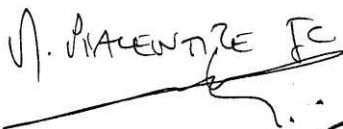
Pour la C.F.D.T.

Pour la C.F.T.C.



Pour la C.G.T.

Pour F.O.



Pour le S.N.B.

M. ORIGIER



Paris La Défense, le 28 juin 2002

PREAMBULE

Exposé des motifs

L'Entreprise et les Organisations Syndicales signataires sont convenues de mettre en place le présent accord, ~~parallèlement à la participation légale~~. Cet accord, comme les précédents traduit la volonté d'associer les membres du Personnel aux résultats de l'Entreprise, qui sont appréciés dans leur globalité à partir de l'évolution du résultat métropolitain corrigé et d'éléments considérés comme significatifs de l'activité bancaire (cf. article 3).

L'Entreprise s'engage à ne substituer l'intéressement à aucun des éléments de salaire; elle considère que la mise en œuvre d'une politique salariale régulière et négociée est une condition indispensable à l'instauration d'un système d'intéressement.

Caractéristiques des primes

Lorsque, pour un exercice donné, l'application de l'accord permet de verser un intéressement, les primes sont pour chaque salarié proportionnelles aux salaires de base annuel brut perçus au cours de l'exercice concerné dans la limite du plafond légal (cf. Article 4). Ces sommes, immédiatement disponibles, sont soumises à l'impôt sur le revenu, et incluses à hauteur de 95 % de leur montant dans l'assiette de calcul de la CSG et de la CRDS, mais exonérées des autres cotisations sociales. Dans le cas où les bénéficiaires affectent à la réalisation du Plan d'Epargne Entreprise tout ou partie des primes attribuées, le montant ainsi investi est exonéré de l'impôt sur le revenu (dans la limite d'un montant égal à la moitié du plafond annuel retenu pour le calcul des cotisations de Sécurité Sociale), en contrepartie d'un blocage de 5 ans sauf cas exceptionnels (cf. article 5).

ARTICLE 1 - DUREE

Le présent accord, qui prendra fin le 31 décembre 2004, est valable pour une période couvrant trois années, soit :

- du 1er janvier 2002 au 31 décembre 2002,
- du 1er janvier 2003 au 31 décembre 2003,
- du 1er janvier 2004 au 31 décembre 2004,

Cette période correspond aux exercices fiscaux actuels.

ARTICLE 2 - BENEFICIAIRES

Il est applicable à tous les salariés des établissements métropolitains de la Société Générale personne morale, qui comptent au moins trois mois d'ancienneté dans l'entreprise.

Pour la détermination de cette ancienneté, sont pris en compte tous les contrats de travail exécutés dans l'Entreprise au cours de la période de calcul et des douze mois qui la précèdent.

Il s'étend également dans les mêmes conditions d'ancienneté aux salariés de la Société Générale détachés en France et à l'Etranger, à l'exclusion de ceux qui bénéficient d'un accord d'intéressement dans les entreprises où ils sont affectés.

ARTICLE 3 - CALCUL DU MONTANT GLOBAL DE LA PRIME D'INTERESSEMENT

Pour chacun des trois exercices concernés le montant total de l'intéressement est calculé sur la base de 2,9 % du résultat métropolitain de 2001 corrigé d'éléments intervenus au cours de la période de référence (confer modalités de calcul en annexe).

Le montant évolue, selon la formule ci-après, en fonction de la variation de deux indices :

- l'un fondé sur le résultat métropolitain corrigé comme ci-dessus.
- l'autre constitué d'éléments significatifs de l'activité bancaire.

Le calcul de la prime globale d'intéressement s'obtient par la formule suivante :

$$M = 2,9 \% \times R_o \times \left(0,65 \times \frac{R_i}{R_o} + 0,35 \times \frac{A_i}{A_o} \right) \quad \text{Idem}$$

Dans laquelle,

- M, représente la prime globale d'intéressement,
- Ro, représente le résultat de l'exercice de référence, c'est à dire le résultat métropolitain corrigé de 2001,
- Ri, représente le résultat de l'exercice de calcul de la prime d'intéressement,
- Ao, représente l'indice d'activité de l'exercice de référence (2001),
- Ai, représente l'indice d'activité de l'exercice de calcul de la prime d'intéressement,

Chacun des 4 éléments de calcul Ro, Ri, Ao, Ai fait l'objet d'une définition figurant en annexe au présent accord.

Le montant global des primes d'intéressement distribuées par application de la formule, ne saurait en tout état de cause dépasser annuellement 20% du total des rémunérations brutes versées à l'ensemble des salariés de l'entreprise.

ARTICLE 4 - REPARTITION INDIVIDUELLE DE L'INTERESSEMENT

Lorsque le calcul effectué conformément à l'article ci-dessus permet, pour un exercice donné, d'extérioriser un montant global positif, ce montant est réparti entre tous les bénéficiaires proportionnellement au salaire de base brut perçu sur cet exercice.

Le salaire de base pris en compte pour la répartition est celui défini à l'article 39 de la convention collective du 10 janvier 2000.

Pour les salariés détachés en France et à l'Etranger bénéficiaires de l'intéressement SOCIETE GENERALE, les salaires de référence se substituent au salaire de base tel que défini ci-dessus.

Une reconstitution de rémunération est effectuée en cas d'absences prises au sens des articles L 122.26 et L 122.32.1 du Code du Travail pour maternité, adoption, accident du travail ou de trajet, maladie professionnelle ou pour stages subséquents à ces deux dernières causes.



La répartition ainsi définie s'obtient par l'application de la formule suivante :

$$m = M \times \frac{r}{R} \quad \text{dans laquelle :}$$

m = Montant individuel de la prime d'intéressement,
M = Montant total de la prime d'intéressement,
r = Salaire de base brut perçu,
R = Total des salaires de base brut perçus.

Le montant des primes distribuées à un même bénéficiaire ne peut, au titre d'un même exercice, excéder une somme égale à la moitié du montant du plafond annuel moyen, retenu pour le calcul des cotisations de Sécurité Sociale, en vigueur lors de l'exercice au titre duquel l'intéressement se rapporte. Pour les salariés n'ayant pas accompli une année entière, le plafond individuel est calculé au prorata du temps de présence aux effectifs. Dans ce cas, le plafond est égal à la somme des plafonds mensuels applicables.

ARTICLE 5 - CARACTERISTIQUES DE LA PRIME

a) Perception immédiate : assujettissement à l'impôt sur le revenu

Les sommes versées conformément au présent accord sont immédiatement disponibles. Elles n'ont pas le caractère d'élément de salaire et, en conséquence, ne supportent pas de charges sociales.

Pour l'Entreprise elles sont déductibles des bases retenues pour l'assiette de l'impôt sur les sociétés et sont exonérées de la taxe sur les salaires.

Les sommes versées aux bénéficiaires domiciliés fiscalement en France, sont soumises aux taxes en vigueur et/ou qui viendraient à l'être, à savoir au 31 Décembre 2001, la Contribution Sociale Généralisée (CSG) et la contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS).


Le précompte des prélèvements sociaux est effectué au moment de la répartition.

Elles doivent être déclarées à l'administration fiscale et sont assujetties à l'impôt sur le revenu, sauf dans le cas ci-après.

b) Versement dans le Plan d'Epargne Entreprise : exonération de l'impôt sur le revenu

Les salariés ainsi que les retraités et préretraités détenant des avoirs dans le Plan d'Epargne d'Entreprise peuvent, à titre individuel, demander d'affecter dans le dit Plan un montant représentant tout ou partie de leur prime d'intéressement dans la mesure où, pour chaque bénéficiaire, cette affectation augmentée éventuellement des versements volontaires déjà effectués au cours de l'année considérée, n'excède pas le quart de la rémunération annuelle brute pour un salarié, pour un retraité le quart de la somme des pensions perçues ou pour un préretraité le quart du revenu de remplacement.

Le montant investi est alors bloqué pendant cinq ans sauf survenance d'un cas de déblocage anticipé.



En contrepartie, les sommes correspondantes sont exonérées d'impôt sur le revenu (mais pas de la CSG ni de la CRDS) dans la limite d'un montant égal à la moitié du plafond annuel de la Sécurité sociale. Elles bénéficient des avantages réservés aux sommes investies dans le Plan d'Epargne Entreprise.

Les salariés, retraités et préretraités désirant affecter tout ou partie de leur prime dans le Plan d'Epargne doivent faire connaître leur choix au moyen du bulletin d'option qui, remis avant chaque versement, rappelle les conditions d'application ainsi que les diverses options offertes aux bénéficiaires dans le cadre du Plan d'Epargne Entreprise.

Conformément à la législation, un défaut de réponse entraîne la disponibilité immédiate de la prime et son assujettissement à l'impôt sur le revenu.

Lorsque le versement de l'intéressement au titre de la dernière période d'activité du salarié intervient après son départ de l'entreprise, il peut affecter cet intéressement au Plan d'Epargne de l'entreprise qu'il vient de quitter.

ARTICLE 6 - MODALITES DE VERSEMENT DE LA PRIME D'INTERESSEMENT

Le versement des primes individuelles a lieu après que la Commission de l'Intéressement se soit réunie et avant le dernier jour du sixième mois suivant la clôture de l'exercice (cf. article 8).

Ce versement fait l'objet d'une fiche distincte du bulletin de paie remise à chaque bénéficiaire et indiquant le montant global de l'intéressement, le montant moyen perçu par les bénéficiaires, celui des droits attribués à l'intéressé, ainsi que la retenue opérée au titre de la CSG et de la CRDS. Cette fiche comporte en annexe une note rappelant les règles essentielles de calcul et de répartition prévues au présent accord.

Lorsqu'un salarié susceptible de bénéficier de l'intéressement quitte l'Entreprise avant que celle-ci n'ait été en mesure de calculer les droits dont il est titulaire, l'employeur demande au bénéficiaire de lui communiquer l'adresse à laquelle il pourra être avisé de ses droits et de l'informer de ses changements d'adresse éventuels.

Lorsque le salarié ne peut être atteint à la dernière adresse indiquée par lui, les primes restent à sa disposition dans l'entreprise pendant un délai d'un an à compter de la date limite du versement. Passé ce délai, les sommes sont remises à la Caisse des Dépôts et Consignations où l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

ARTICLE 7 - INFORMATION INDIVIDUELLE DES SALARIES

Le présent accord est remis à chaque salarié et à chaque nouveau salarié dès son entrée en fonction.

En cas de modification de l'accord, le texte des nouvelles dispositions est distribué à tous les salariés de l'Entreprise.

Lors du versement de la prime d'intéressement les bénéficiaires reçoivent la fiche individuelle prévue à l'article 6.



ARTICLE 8 - COMMISSION DE L'INTERESSEMENT

Il a été mis en place par le Comité Central d'Entreprise, une Commission dite "Commission de l'Intéressement" dont le rôle est de suivre l'application du présent accord.

La "Commission de l'Intéressement" fait partie du dispositif d'information prévu par l'article L 441-3 du Code du Travail. Ses membres sont tenus à l'obligation de discrétion. Elle comprend un représentant de chacune des Organisations Syndicales suivantes : CFDT, CFTC, CGT, FO, SNB.

Le calcul global de l'intéressement fait l'objet d'un rapport établi par l'Entreprise et communiqué à la "Commission de l'Intéressement", laquelle se réunit dans les deux semaines suivant la remise du rapport et préalablement à l'attribution individuelle de la prime.

ARTICLE 9 - REGLEMENT DES DIFFERENDS

Préalablement à la saisine des tribunaux, si des contestations concernant l'application du présent accord apparaissent entre les parties signataires, celles-ci en étudient la nature et la portée et s'efforcent de les régler à l'amiable. Pour les autres contestations, les parties en désaccord recherchent également une solution amiable à leur différend.

ARTICLE 10 - REVISION et DENONCIATION de l'ACCORD

Le présent accord peut être révisé pour un exercice en cours par voie d'avenant signé au moins six mois avant la fin de l'exercice considéré par les mêmes parties et dans les mêmes formes que l'accord initial, notamment en cas d'évolution du contexte juridique, comptable ou fiscal ayant une incidence directe sur le système d'intéressement.

Il ne peut être dénoncé que par l'ensemble des parties signataires et dans la même forme que sa conclusion.

Pour être applicable à l'exercice en cours, la dénonciation doit respecter les mêmes conditions de délais et de dépôt que l'accord lui-même.

ARTICLE 11 - RENOUELEMENT de l'ACCORD

Avant la fin du 1er semestre de 2005, la Direction et les Organisations Syndicales Représentatives se réuniront afin de juger de l'opportunité de renouveler ou non le système d'intéressement sous la même forme ou bien de le modifier.

ARTICLE 12 - DEPOT

Le texte du présent accord, sera déposé en 5 exemplaires par l'Entreprise à la Direction Départementale du Travail et de l'Emploi dont elle dépend dans les 15 jours suivant sa conclusion.

Tout avenant devra faire l'objet d'un dépôt selon les mêmes formalités et délais que l'accord lui-même.

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized, cursive letters, likely representing the initials of a signatory.

ANNEXE A L'ACCORD D'INTERESSEMENT

FORMULE DE CALCUL DU MONTANT GLOBAL DE LA PRIME D'INTERESSEMENT.

Montant de la prime d'intéressement = $2,9 \% \times R_o \times \left(0,65 \times \frac{R_i}{R_o} + 0,35 \times \frac{A_i}{A_o}\right)$
La formule de calcul du montant global de la prime d'intéressement comprend deux indices : - l'un de résultats : R_o et R_i - l'autre d'activité : A_o et A_i .

I - INDICE DE RESULTATS

1.1. Définitions :

R_o et R_i représentent respectivement la valeur de l'indice de résultats de l'exercice de référence (0) et de l'exercice (i) de calcul de l'intéressement.

Cet indice est le résultat métropolitain corrigé de la Société Générale personne morale (SGPM). Les composantes du résultat métropolitain, issues du compte de résultats -mod 4080- Métropole certifié par les commissaires aux comptes, sont les suivantes : Produit net moins frais généraux, tels que définis ci-après :

	CONCORDANCE AVEC LE PLAN COMPTABLE BAFI	CODE SITUATION 4080
I – PRODUIT NET BANCAIRE :		
+ Produit d'exploitation bancaire et accessoires (1)	70+74-748-746	W01+Z3A-Z4F-Z5N
- Charges d'exploitation bancaire	60	S01
II - FRAIS GENERAUX :		
+ Charges de personnel (2)	61-613	V3A-V3M-V3P
+ Impôts et taxes	62	V4A
+ Charges générales d'exploitation (3)	63+64-646	V5A+V6A-V6L
+ Dotations aux comptes d'amortissements	661	V7G
= RESULTAT METROPOLITAIN	I - II	

(1) Produits d'exploitation bancaire (W01)

+ Produits divers d'exploitation (Z3A)

- Plus values sur cession d'immobilisations (Z4F)

- Reprises de provisions sur immobilisations (Z5N)

(2) Charges de personnel (V3A)

- Intéressement des salariés V3M

- Participation des salariés V3P

(3) Charges diverses d'exploitation (V6A) et Services extérieurs (V5A)

- Moins values sur cessions d'immobilisations (V6L)

Le résultat métropolitain corrigé d'éléments intervenus au cours de la période de référence est égal au :

	SOURCE	CODE SITUATION 4000
RESULTAT METROPOLITAIN - Dividendes perçus sur titres de participation et de filiales + Refinancement des encours moyens au bilan de la SGPM Métropole des titres de participation et de filiales (minoré des augmentations au cours de la période d'application de l'accord résultant d'opérations de réévaluation ou de restructuration interne au Groupe S.G., dès lors qu'elles n'ont pas d'incidence sur le besoin de refinancement) - Refinancement des encours moyens des augmentations des fonds propres par apport en numéraires du public, par conversion d'obligations ou par exercice des bons de souscription.	Comptabilité générale Rapports financiers semestriel et annuel (encours)	F10 col. 6 et F10 col. 1
RESULTAT METROPOLITAIN CORRIGE		

1.2. Encours moyen de titres de participation et de filiales :

Moyenne sur 12 mois du montant total du poste F10 de l'état 4000 mensuel de la SGPM Métropole, augmenté de la moyenne sur 12 mois du montant des provisions colonne 1 du poste F10 du même état 4000 mensuel.

1.3. Encours moyen des augmentations de fonds propres :

Montants de souscriptions d'actions effectuées par des tiers (autres que celles réservées aux salariés) par apport en numéraires, conversion d'obligations et par exercice de bons de souscription établis deux fois par an par DEVL/FIN (au 30/6 et au 31/12) pour présentation au Conseil d'Administration et certifiés par les commissaires aux comptes (rapports financiers semestriel et annuel).

1.4. Taux de refinancement appliqué aux encours :

Moyenne sur les 60 mois précédant la date de calcul de l'intéressement (y compris le mois de décembre de l'année du calcul) des taux en fin de mois des obligations cotées du secteur public à long terme (emprunteurs nationaux), publiés mensuellement par l'INSEE. (Bulletin mensuel de statistique chapitre 17 Bourse Rubrique : "taux de rendement et d'intérêt").

1.5. Ro :

Ro est la valeur, pour l'exercice 2001, du résultat métropolitain corrigé défini ci-dessus.

1.6. Ri :

Ri est la valeur du résultat métropolitain corrigé calculé comme ci-dessus, pour l'exercice i de calcul de la prime d'intéressement.



II - INDICE D'ACTIVITE

2.1. Définitions :

Ao et Ai représentent respectivement l'indice d'activité de l'exercice de référence (0) et de l'exercice de calcul de l'intéressement (i),

L'indice d'activité est composé de sept éléments significatifs de l'activité bancaire affectés chacun d'une pondération dans l'indice; la valeur de ces éléments est issue des comptes généraux de l'Entreprise ou du "compte Siège Société Générale", via le R.T.G. ("Renseignements statistiques et Tableaux de Bord de Gestion"), des applications informatiques dédiées ou des statistiques de SOGECAP et de SOGEFINANCEMENT.

Ces sept éléments et leur pondération sont les suivants:

RUBRIQUES	PONDERATION
CLIENTELE PRIVEE	
<u>Elément 1</u> : Encours moyen journalier des Comptes de Chèques créditeurs de la clientèle privée	10 %
<u>Elément 2</u> : Montant comptable des commissions de service clientèle privée hors ACT	15 %
<u>Elément 3</u> : Encours moyen journalier de l'épargne gérée incluant l'ensemble des dépôts et produits d'épargne gérés par la Société Générale (y compris les comptes à terme, l'assurance vie, les obligations Société Générale et les produits de placement gérés par DEVL/FIN) corrigé de l'effet Bourse sur les OPCVM (correction indice: SBF 20% - TRMOI 80%)	20 %
<u>Elément 4</u> : Encours moyen journalier des prêts clientèle privée y compris Expresso et Alterna et hors Découvert et PEL	15 %
<u>Elément 5</u> : Evolution des ouvertures de comptes à vue de particuliers (avec E.I.V.D, hors transferts et à périmètre comparable)	10 %
CLIENTELE COMMERCIALE	
<u>Elément 6</u> : Encours moyen journalier des comptes courants créditeurs, y compris celui des "Entrepreneurs individuels Vie professionnelle", après prise en compte des fusions demandées par la clientèle	15 %
<u>Elément 7</u> : Montant comptable des commissions de services imputées à la clientèle commerciale et journalisées dans les comptes des agences de la Direction du Réseau France de la Société Générale hors CTC. Ces commissions concernent les services et opérations suivantes : <ul style="list-style-type: none">- effets de toute nature,- avis de prélèvement,- mouvements de comptes,- opérations étrangères,- opérations relevant de la monétique avec les commerçants,- produits télématiques Logitel, Progestel, Sogestel	15 %

Idem

[Signature]

2.2. Ao :

Ao représente l'indice d'activité de l'exercice 2001 de référence, la valeur de chacun des éléments composant l'indice est ramené l'année 2001 de référence en base 100.

2.3. Ai :

Ai représente l'indice d'activité i de l'exercice de calcul de la prime d'intéressement.

La valeur de chaque élément (E) composant l'indice est, pour l'exercice i de calcul, comparée à celle de l'exercice 2001 de référence, puis affectée des coefficients de pondération ci-dessus.

En conséquence, le rapport $\frac{A_i}{A_o}$ est égal à :

$\frac{A_i}{A_o} = \frac{0,10 E_{1i}}{E_{1o}} + \frac{0,15 E_{2i}}{E_{2o}} + \frac{0,20 E_{3i}}{E_{3o}} + \frac{0,15 E_{4i}}{E_{4o}} + \frac{0,10 E_{5i}}{E_{5o}} + \frac{0,15 E_{6i}}{E_{6o}} + \frac{0,15 E_{7i}}{E_{7o}}$
--



ANNEXE 6 : Société Générale – accord d'intéressement en vigueur de 2005 à 2007

ACCORD D'INTERESSEMENT DE LA SOCIETE GENERALE PORTANT SUR LES EXERCICES 2005, 2006 et 2007

En vue de l'application à la Société Générale d'un septième accord d'Intéressement conclu dans le cadre des articles L.441-1 et suivants et R.441-1 et suivants du Code du Travail, il est convenu ce qui suit entre,

la Société Générale, Société Anonyme au capital de 542 691 448,75 EUR dont le siège social est 29, boulevard Haussmann à Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° B 552 120 222, représentée par le Directeur des Ressources et Relations Humaines, Monsieur Bernard Le Mau de Talancé, d'une part, et ci-après dénommée l'Entreprise,

et les Organisations Syndicales représentatives suivantes, d'autre part

Pour la Société Générale

Pour la C.F.D.T. Pour la

C.F.T.C. Pour la C.G.T.

Pour F.O.

Pour le S.N.B.

Le présent accord a été signé par les Organisations Syndicales suivantes :

- C.F.D.T.
- C.F.T.C.
- C.G.T.
- F.O.
- S.N.B.

Fait à Paris La Défense, le 29 juin 2005

PREAMBULE

Exposé des motifs, des critères et des modalités de calcul

L'Intéressement et la Participation ont pour objet d'associer financièrement les salariés aux résultats économiques de l'Entreprise. A la Société Générale, ces deux dispositifs sont regroupés sous le terme de « Rémunération Financière ». Cette rémunération financière est déterminée en fonction de la performance globale de l'Entreprise, mesurée par plusieurs indicateurs financiers.

Nous définissons ainsi la Rémunération Financière(RF) = Participation(P)+ Intéressement(I).

Les critères retenus pour le calcul de la rémunération financière intègrent à la fois des critères liés à la performance du réseau de détail, qui possèdent une certaine régularité, et les résultats de la Société Générale qui peuvent être plus volatiles.

Dans les deux cas, les indicateurs retenus intègrent des notions de coût du risque, conformément aux critères de pilotage de l'activité de l'Entreprise.

Cette formule reflète également :

- La répartition des effectifs de la banque,
- La contribution au résultat des salariés du réseau, qui représentent l'essentiel de l'effectif en France, est mise en évidence,
- La contribution aux résultats des autres salariés français est illustrée via le choix d'indicateurs de performance propres à la banque.

Au titre de chaque année, le montant de l'intéressement sera issu d'une part du calcul du montant généré par la formule de la « Rémunération Financière » et d'autre part du calcul du montant généré par la « Participation ».

Nous aurons ainsi $I = RF - P$.

Le résultat de la formule possédera un réel caractère aléatoire issu tout d'abord du résultat du calcul de la Rémunération Financière et ensuite de l'importance du montant de Participation.

Les critères de répartition de la prime d'intéressement entre les salariés sont basés sur des règles proportionnelles aux salaires de base annuels bruts, dans la limite du plafond légal.

Par rapport aux dispositifs de d'intéressement et participation en vigueur au titre des années 2002, 2003 et 2004, ce nouveau dispositif devrait normalement permettre une meilleure corrélation aux résultats de l'Entreprise.

Il est rappelé que les sommes éventuellement réparties entre les salariés en application du présent accord n'ont pas le caractère de rémunération, au sens de l'article L 242-1 du Code de la Sécurité Sociale.

ARTICLE 1 - DUREE

Le présent accord prend effet à compter du 1^{er} janvier 2005 pour une période couvrant trois années, soit :

- du 1^{er} janvier 2005 au 31 décembre 2005,
- du 1^{er} janvier 2006 au 31 décembre 2006,
- du 1^{er} janvier 2007 au 31 décembre 2007.

Cette période correspond aux exercices fiscaux actuels.

Le 31 décembre 2007, l'accord prend fin de plein droit et cesse effectivement de produire tout effet au-delà de ce terme, à l'exception des modalités de placement des primes individuelles à verser en 2008 au titre de l'exercice 2007.

ARTICLE 2 - BENEFICIAIRES

Le présent accord est applicable à tous les salariés des établissements métropolitains de la Société Générale personne morale, qui comptent au moins trois mois d'ancienneté dans l'entreprise.

Pour la détermination de cette ancienneté, sont pris en compte tous les contrats de travail exécutés dans l'Entreprise au cours de la période de calcul et des douze mois qui la précèdent.

Il s'étend également dans les mêmes conditions d'ancienneté aux salariés de la Société Générale détachés en France et à l'Etranger, à l'exclusion de ceux qui bénéficient d'un accord d'intéressement dans les entreprises où ils sont affectés.

Les salariés détachés auprès de la Société Générale Personne Morale ne bénéficient pas du présent accord d'intéressement.

ARTICLE 3- CALCUL DU MONTANT GLOBAL DE LA PRIME D'INTERESSEMENT

Pour chacun des trois exercices concernés, le montant total de l'intéressement est calculé comme étant la différence entre la rémunération financière et la participation.

Le montant évolue, selon la formule ci-après, en fonction de la variation de deux indices :

- l'un fondé sur le résultat d'exploitation du réseau Société Générale France ;
- l'autre fondé sur le résultat d'exploitation de la Société Générale après lissage sur 5 ans du coût du risque ;

$$RF = k \times (112 * REX \text{ réseau de détail SG France} + 112 * REX \text{ SG lissé}) = P + I$$

Au titre des résultats de l'année 2005, le coefficient k sera égal à 2,60%.

Au titre des résultats de l'année 2006, le coefficient k sera égal à 2,67%.

Au titre des résultats de l'année 2007, le coefficient k sera égal à 2,74%.

Si la Rémunération Financière ainsi calculée devait être supérieure au montant représenté par 1/13^{ème} de la masse de tous les salaires fixes annuels bruts au 31 décembre de l'exercice considéré, la Rémunération Financière serait alors égale à ce dernier montant.

Si la Rémunération Financière ainsi calculée devait être négative ou nulle, la Rémunération Financière serait alors considérée comme nulle.

Connaissant P, via l'application de l'accord de participation, on en déduit :

$$I = RF - P = k \times (1/2 \times \text{REX réseau de détail SG France} + 1/2 \times \text{REX SG lissé}) - P$$

Avec :

« I » représentant la prime globale d'intéressement de l'exercice,

« REX réseau de détail SG France », le résultat brut d'exploitation du Réseau Société Générale France minoré du coût du risque tel qu'il figure dans les états de gestion présentés au Comité des comptes,

« REX SG lissé » représentant le résultat d'exploitation après lissage sur 5 ans du coût du risque soit, le résultat brut d'exploitation, tel qu'il figure dans les états financiers consolidés de l'Entreprise minoré d'un coût du risque moyen sur cinq ans.

Ce coût du risque est lui-même calculé comme la moyenne sur cinq ans des charges du coût du risque converties en points de base, rapportées aux encours Cooke fin de période.

« P » représente la Réserve Spéciale de Participation de l'exercice.

En application de l'article L 441-2 du code du travail, le montant global des primes d'intéressement distribuées par application de la formule, ne saurait en tout état de cause dépasser annuellement 20% du total des rémunérations brutes versées à l'ensemble des salariés de l'entreprise.

ARTICLE 4- REPARTITION INDIVIDUELLE DE L'INTERESSEMENT

Lorsque le calcul effectué conformément à l'article ci-dessus permet, pour un exercice donné, d'extérioriser un montant global positif, ce montant est réparti entre tous les bénéficiaires proportionnellement au salaire de base brut perçu sur cet exercice.

Le salaire de base pris en compte pour la répartition est celui défini à l'article 39 de la convention collective de la Banque du 10 janvier 2000.

La répartition ainsi définie s'obtient par l'application de la formule suivante :

$$i = I \times \frac{sb}{SB}$$

Avec:

i = Montant individuel de la prime d'intéressement,

I = Montant total de la prime d'intéressement,

sb = Salaire individuel de base brut perçu,

SB = Total des salaires de base bruts perçus.

Le montant des primes distribuées à un même bénéficiaire ne peut, au titre d'un même exercice, excéder une somme égale à la moitié du montant du plafond annuel moyen, retenu pour le calcul des cotisations de Sécurité Sociale, en vigueur lors de l'exercice au titre duquel l'intéressement se rapporte.

Pour les salariés détachés en France et à l'Etranger, bénéficiaires de l'intéressement Société Générale, le salaire de référence se substitue au salaire de base tel que défini ci-dessus.

Une reconstitution de rémunération est effectuée en cas d'absences prises au sens des articles L 122.26 et L 122.32.1 du Code du Travail pour maternité, adoption, accident du travail, maladie professionnelle ou pour stages subséquents à ces deux dernières causes.

Pour les salariés n'ayant pas accompli une année entière, le plafond individuel est calculé au prorata du temps de présence. Dans ce cas, le plafond est égal à la somme des plafonds mensuels applicables.

ARTICLE 5- CARACTERISTIQUES DE LA PRIME D'INTERESSEMENT

a) Perception immédiate : assujettissement à l'impôt sur le revenu

Les sommes versées conformément au présent accord sont immédiatement disponibles. Elles n'ont pas le caractère d'élément de salaire et, en conséquence, ne supportent pas de charges sociales.

Les sommes versées aux bénéficiaires domiciliés fiscalement en France sont toutefois soumises aux taxes en vigueur et/ou qui viendraient à l'être. Au 1er janvier 2005, il s'agit de la Contribution Sociale Généralisée (CSG) et de la contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS). Le précompte des prélèvements sociaux est effectué au moment de la répartition.

Ces sommes perçues immédiatement sont assujetties à l'impôt sur le revenu et doivent être déclarées à l'administration fiscale.

b) Versement dans le Plan d'Epargne Entreprise : exonération de l'impôt sur le revenu et abondement éventuel

Les salariés ainsi que les retraités et préretraités détenant des avoirs dans le Plan d'Epargne d'Entreprise peuvent, à titre individuel, demander d'affecter dans le Plan un montant représentant tout ou partie de leur prime d'intéressement.

Pour un salarié, cette affectation, augmentée éventuellement des versements volontaires déjà effectués au cours de l'année considérée, ne doit pas excéder le quart de la rémunération annuelle brute, et pour un retraité, le quart de la somme des pensions perçues, et pour un préretraité, le quart du revenu de remplacement.

Le montant investi est alors bloqué pendant cinq ans sauf survenance d'un cas de déblocage anticipé.

En contrepartie, les sommes correspondantes sont exonérées de l'impôt sur le revenu (mais pas de la CSG ni de la CRDS) dans la limite d'un montant égal à la moitié du plafond annuel de la Sécurité sociale.

Elles bénéficient des avantages réservés aux sommes investies dans le Plan d'Epargne Entreprise.

Les salariés, retraités et préretraités désirant affecter tout ou partie de leur prime dans le Plan d'Epargne doivent faire connaître leur choix au moyen du bulletin d'option qui, remis avant chaque versement, rappelle les conditions d'application ainsi que les diverses options offertes aux bénéficiaires dans le cadre du Plan d'Epargne Entreprise.

Conformément à la législation, un défaut de réponse entraîne la disponibilité immédiate de la prime et son assujettissement à l'impôt sur le revenu.

Lorsque le versement de l'intéressement au titre de la dernière période d'activité du salarié intervient après son départ de l'entreprise, il peut affecter cet intéressement au Plan d'Epargne de l'entreprise qu'il vient de quitter, ce versement ne pouvant toutefois pas être abondé.

Affectation par défaut : en cas d'affectation de l'intéressement au fonds d'actionnariat à l'occasion d'une augmentation de capital réservée aux salariés et en cas de réduction des souscriptions, la part de la prime d'intéressement ne pouvant être investie en fonds actionnariat serait investie par défaut dans le fonds le moins risqué du Plan d'Epargne d'Entreprise : Arcancia Sécurité 257.

ARTICLE 6 - COMMISSION DE L'INTERESSEMENT et de la PARTICIPATION

Une commission unique dite « Commission de l'intéressement et de la Participation » est mise en place. Son rôle est de suivre l'application des accords d'intéressement et de Participation.

Elle est composée :

- d'un représentant de chacune des Organisations syndicales suivantes : CFTD, CFTC, CGT, FO, SNB, désigné au titre du Comité Central de l'Union Economique et Sociale,
- d'au moins trois représentants de l'Entreprise.

Ses membres sont tenus à l'obligation de discrétion.

La « Commission de l'intéressement et de la Participation » constitue la commission prévue par l'article L. 441-3 du Code du Travail pour le dispositif d'information sur les conditions d'application de l'accord d'intéressement.

Le calcul de l'intéressement fait l'objet d'un rapport établi par l'Entreprise et communiqué à la « Commission de l'intéressement et de la Participation », laquelle se réunit dans les deux semaines suivant la remise du rapport et préalablement à l'attribution individuelle de la prime.

ARTICLE 7 - MODALITES DE VERSEMENT DE LA PRIME D'INTERESSEMENT

Le versement des primes individuelles a lieu après que la « Commission de l'intéressement et de la Participation » se soit réunie et avant le dernier jour du sixième mois suivant la clôture de l'exercice.

ARTICLE 8- INFORMATION INDIVIDUELLE DES SALARIES Sur

l'accord d'intéressement, les règlements de fonds et de PEE

Le présent accord est porté à la connaissance des salariés par voie d'affichage électronique, via le site RH Online et est disponible auprès des responsables du personnel. En outre, il est remis à tout nouvel embauché dès son entrée en fonction.

Les notices de fonds et le règlement du PEE sont portés à la connaissance des salariés par voie d'affichage électronique, via le site RH Online. Ils sont également adressés aux bénéficiaires absents de l'Entreprise.

Sur les primes d'intéressement de chaque bénéficiaire

Les bénéficiaires reçoivent une fiche individuelle, distincte du bulletin de paie, indiquant le montant total de l'intéressement pour l'exercice écoulé, le montant brut et net des droits attribués au bénéficiaire, le montant de la CSG et de la CRDS, le montant moyen perçu par les bénéficiaires.

Une note annexe rappelant les règles de calcul et de répartition de l'Intéressement est également mise à disposition.

Lorsqu'un salarié susceptible de bénéficier d'une prime d'intéressement quitte l'Entreprise avant que celle-ci n'ait été en mesure de calculer sa prime individuelle, l'Entreprise demande au bénéficiaire de lui communiquer l'adresse à laquelle il pourra être avisé de sa prime droits et de l'informer de ses changements d'adresse éventuels.

Sur la valorisation et la gestion des avoirs

La Société Générale teneur de registre, envoie aux salariés, lors de chaque mouvement sur leur compte, un relevé de leurs avoirs mentionnant leur date de cessibilité et chaque année, un relevé au 31 décembre.

Elle met également à leur disposition un site internet www.esalia.com qui permet notamment au bénéficiaire de consulter la valorisation de ses avoirs, l'évolution des valeurs liquidatives et la performance des fonds.

La Société de Gestion des Fonds Communs de Placement SG Asset Management met également une fois par an à disposition des porteurs de parts :

- un rapport simplifié sur les opérations du Fonds,
- l'inventaire des avoirs,
- l'indication du nombre de parts et de millièmes de parts existant à la date du 31 décembre, ainsi que le prix de rachat de la part à la même date.

En cas de départ de l'entreprise

L'Entreprise remet au salarié quittant l'entreprise un Livret d'Epargne Salariale, tel que prévu à l'article L.444-5 du Code du Travail et comportant :

- les états récapitulatifs de l'ensemble des sommes et valeurs mobilières épargnées (et comportant les mentions obligatoires de l'article R444-1-3 du Code du travail),
- un rappel des dispositions des articles L.443-2, R.442-17, R.443-12, R.442-16 et R.443-13 du Code du Travail.

Les sommes détenues par le salarié dont il n'a pas demandé délivrance au moment de la rupture de son contrat de travail, peuvent être transférées, à sa demande, dans le plan d'épargne de son nouvel employeur.

Lorsque le salarié ne peut être atteint à la dernière adresse indiquée par lui, les droits restent à sa disposition dans l'entreprise pendant un délai d'un an à compter de la date limite du versement. Passé ce délai, les sommes sont remises à la Caisse des Dépôts et Consignations où l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

La conservation des parts de fonds commun de placement continue d'être assurée par l'organisme qui en est chargé et auprès duquel l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

En cas de décès de l'intéressé, il appartient à ses ayants-droits de demander la liquidation de ces droits qui sont devenus, selon le cas, immédiatement exigibles ou négociables et auxquels cesse d'être attaché le régime fiscal prévu au 4 du III de l'article 150-0 A du code Général des Impôts, avant le septième mois suivant le décès.

ARTICLE 9- REGLEMENT DES DIFFERENDS

Préalablement à la saisine des tribunaux, si des contestations concernant l'application du présent accord apparaissent entre les parties signataires, celles-ci en étudient la nature et la portée et s'efforcent de les régler à l'amiable. Pour les autres contestations, les parties en désaccord recherchent également une solution amiable à leur différend.

ARTICLE 10 - REVISION ET DENONCIATION DE L'ACCORD

Le présent accord peut être révisé pour un exercice en cours par voie d'avenant signé au moins six mois avant la fin de l'exercice considéré par les mêmes parties et dans les mêmes formes que l'accord initial, notamment en cas d'évolution du contexte juridique, comptable ou fiscal ayant une incidence directe sur le système d'intéressement.

Il ne peut être dénoncé que par l'ensemble des parties signataires et dans la même forme que sa conclusion.

Pour être applicable à l'exercice en cours, la dénonciation doit respecter les mêmes conditions de délais et de dépôt que l'accord lui-même.

ARTICLE 11 - RENOUVELLEMENT DE L'ACCORD

Avant la fin du 1er semestre 2008, la Direction et les Organisations Syndicales Représentatives se réuniront afin de juger de l'opportunité de renouveler ou non le système d'intéressement sous la même forme ou bien de le modifier.

ARTICLE 12 - DEPOT

Le texte du présent accord, sera déposé en 5 exemplaires par l'Entreprise à la Direction Départementale du Travail et de l'Emploi et de Formation Professionnelle dont elle dépend dans les 15 jours suivant sa conclusion.

Tout avenant devra faire l'objet d'un dépôt selon les mêmes formalités et délais que l'accord lui-même.

Annexe 7 : Société Générale – Règlement du Plan d'Epargne Entreprise en vigueur de 1996 à 2005

REGLEMENT du PLAN d'EPARGNE

de la SOCIETE GENERALE

Paris, le 20 février 1996

Il est convenu ce qui suit entre,

d'une part,

la SOCIETE GENERALE, Société Anonyme au capital de F. 2.622.855.600, dont le siège social est 29 boulevard Haussmann à Paris immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° B 552.120.222 représentée par le Directeur des Ressources et Relations Humaines, M. Alain PY,




et d'autre part,

les organisations syndicales suivantes représentées par leur Délégué Syndical National :

- C.F.D.T.

- C.F.T.C

Patrick P. 

- C.G.T

- C.G.T - F.O



- S.N.B

 ORIGIN

en vue de l'application à la SOCIETE GENERALE, des textes relatifs au Plan d'Epargne de l'Entreprise, notamment des articles L-443 et suivants et R.443-1 et suivants du Code du Travail,

L'accord du 24 janvier 1991 qui se poursuit par tacite reconduction jusqu'au 31 décembre 1996, est modifié en ce qui concerne son article 6 pour le montant des plafonds d'abondement qui sont portés à 5.000 F et à 19.000 Frs à compter du 1er janvier 1996.
Les autres clauses du Plan d'Epargne de la SOCIETE GENERALE en vigueur depuis le 24 janvier 1991 sont modifiées à compter du 1er Janvier 1997 selon les dispositions suivantes :

Article 1- OBJET :

Le présent Plan d'Epargne est destiné à permettre aux membres du personnel de la SOCIETE GENERALE de constituer, avec l'aide de l'Entreprise, un portefeuille de valeurs mobilières.

Article 2- BENEFICIAIRES :

Les bénéficiaires sont :

- ♦ les salariés de la SOCIETE GENERALE qui ont trois mois d'ancienneté dans l'entreprise,
- ♦ les agents qui ont quitté l'entreprise à la suite d'un départ en retraite ou en pré-retraite, et qui ont laissé tout ou partie de leurs avoirs dans le Plan, sachant qu'ils ne peuvent bénéficier de la contribution de l'entreprise visée à l'article 6, qui est réservée aux salariés en activité.

Article 3- VERSEMENTS au PLAN d'EPARGNE :

La réalisation du Plan d'Epargne est assurée au moyen des ressources suivantes.

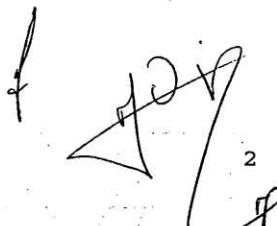
♦ Affectation des sommes attribuées aux salariés au titre de la participation aux résultats de l'entreprise :

Chaque bénéficiaire peut choisir indifféremment l'un des fonds du Plan d'Epargne, pour la totalité des sommes qui lui sont attribuées.

Les sommes provenant de la participation et logées en comptes courants bloqués peuvent au terme de la période de blocage de trois ans être affectées dans l'un des fonds du Plan d'épargne d'Entreprise, à l'exception du fonds E et du fonds relais créé à l'occasion d'une augmentation de capital.

♦ Affectation de tout ou partie des sommes perçues au titre de l'intéressement :

Chaque bénéficiaire peut, demander l'affectation de tout ou partie de sa prime d'intéressement dans le Plan d'Epargne de l'Entreprise.



Il peut soit concentrer son investissement sur un seul fonds soit le répartir entre deux fonds au maximum, dont le fonds E.

Les sommes investies au titre de l'intéressement sont exonérées de l'impôt sur le revenu.

♦ **Versements volontaires des salariés, des retraités et des pré-retraités.**

Chaque bénéficiaire qui le désire peut, à tout moment de l'année, décider d'effectuer des versements volontaires mensuels d'un montant unitaire minimum de 100 francs et des versements volontaires exceptionnels d'un montant unitaire minimum de 500 francs dans le Plan d'Epargne. Il devra faire connaître à la Direction des Ressources et Relations Humaines, à l'occasion de son versement, le montant de sa contribution mensuelle ou ponctuelle ainsi que son choix parmi les Fonds Communs de Placement A, B et C prévus au présent règlement.

Le montant et le choix du fonds concernant les versements mensuels peuvent être modifiés, avec effet d'un mois donné, à la condition que la Direction des Ressources et Relations Humaines soit informée au plus tard le quinzième jour ouvrable dudit mois.

Lors de chaque augmentation de capital réservée aux salariés, chacun d'eux pourra en outre effectuer des versements volontaires dans le Fonds E composé essentiellement d'actions SOCIETE GENERALE.

Le total des versements volontaires de chaque salarié augmenté des sommes perçues au titre de l'Intéressement et affectées dans le Plan d'Epargne ne peut excéder, tous plans confondus, le quart de sa rémunération annuelle brute. Pour les retraités, ce total ne peut excéder le quart de la somme des pensions perçues, ou pour les préretraités le quart du revenu de remplacement.

♦ **Contribution de l'Entreprise telle qu'elle est déterminée à l'article 6.**

Article 4- EMPLOI des SOMMES VERSEES au PLAN d'EPARGNE

Les sommes reçues par le Plan d'Epargne sont versées à la SOCIETE GENERALE qui les affecte immédiatement et en totalité à la souscription de parts du Fonds Commun de Placement choisi par le bénéficiaire.

Le choix du bénéficiaire peut dans les limites définies à l'article 3 se porter sur :

- ♦ le Fonds A composé de valeurs à revenu fixe et accessoirement de SICAV actions;
- ♦ le Fonds B composé d'actions ou d'obligations françaises ainsi que de SICAV;
- ♦ le Fonds C composé de plus de 75 % d'actions françaises ou de valeurs assimilées;



3



- ♦ le Fonds E composé essentiellement d'actions SOCIETE GENERALE et permettant la souscription aux augmentations de capital avec une décote maximale de 20 % sur la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision du Conseil d'Administration fixant la date d'ouverture de la souscription.

Dans le cas où l'augmentation de capital réservée aux salariés, retraités et préretraités est réalisée avec une décote, et dans ce cas seulement, l'ensemble des sommes destinées à cette opération (versements volontaires, intéressement, abondement et participation) pourront transiter par un fonds relais, créé à cette occasion, dont les actifs seront transférés dans le fonds E après réalisation de l'augmentation de capital et assimilation de jouissance des actions Société Générale nouvellement souscrites avec celles anciennement détenues dans le fonds E.

Les fonds communs de placement inclus dans les plans d'épargne de sociétés qui seraient absorbées par la Société Générale, pourront être logés et administrés dans le cadre du Plan d'épargne mais ne pourront plus être alimentés, ni par versement direct ni par transfert.

Article 5- PRISE en CHARGE par l'ENTREPRISE des COMMISSIONS et FRAIS de GESTION

L'Entreprise prend en charge les commissions, honoraires et frais de gestion prévus dans les règlements des fonds communs de placement.

Article 6- CONTRIBUTION de l'ENTREPRISE en FAVEUR des SALARIES en ACTIVITE

L'Entreprise apporte, à titre d'abondement, une contribution complémentaire variable selon l'origine des sommes, l'option d'investissement choisie, ainsi que le niveau hiérarchique des salariés.

Le niveau hiérarchique s'apprécie, pour les versements volontaires, au premier jour du mois de versement par le salarié, et, pour l'intéressement, au dernier jour de l'exercice qui a ouvert droit au paiement de la prime.

◇ Versements volontaires et investissements des primes d'intéressement en fonds diversifiés A, B et C :

- 60 % des versements effectués par les employés,
- 45 % des versements effectués par les gradés,
- 30 % des versements effectués par les cadres,

hierarchy

toutefois, la contribution annuelle de l'Entreprise ne peut dépasser 5.000 F par salarié pour l'ensemble des Fonds A, B et C,

◇ Affectation des primes d'intéressement en Fonds E :

- 80 % des versements effectués par tout salarié, quelle que soit sa catégorie hiérarchique.

S

f *4* *p*

◇ Versements volontaires à partir de disponibilités personnelles en Fonds E :

- 70 % des versements effectués par les employés,
- 55 % des versements effectués par les gradés,
- 40 % des versements effectués par les cadres,

La contribution annuelle peut dans le cas de versements dans le Fonds E atteindre 19.000.F, cette limite inclut la contribution versée dans les Fonds A, B et C voire éventuellement les abondements versés au cours d'un même exercice dans le cadre d'autres Plans d'Epargne.

Etant donné ces limitations, tout salarié bénéficiaire d'abondements versés par une autre entreprise doit, chaque année, fournir à la Direction des Ressources et Relations humaines une attestation indiquant le montant des contributions dont il a bénéficié.

Article 7- MODALITES de REDUCTION EVENTUELLE d'une AUGMENTATION de CAPITAL

Les modalités de réduction éventuelle sont fixées par la délibération du Conseil d'Administration décidant de l'augmentation de capital.

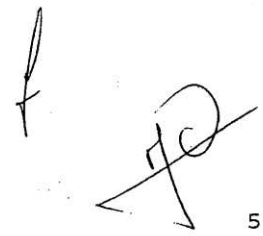
Article 8- DELAI D'INDISPONIBILITE et CAS de DEBLOCAGE ANTICIPE

Les parts inscrites au compte d'un salarié sont disponibles à partir du premier avril du cinquième exercice annuel suivant celui de leur acquisition.

Les parts indisponibles inscrites au compte d'un salarié deviennent disponibles par anticipation, sur demande du salarié ou de ses ayants droit dans tous les cas autorisés par la réglementation en vigueur qui sont actuellement les suivants :

Mariage de l'intéressé;

- ◆ Naissance, ou arrivée au foyer en vue de son adoption, d'un troisième enfant, puis de chaque enfant suivant;
- ◆ Divorce, lorsque l'intéressé conserve la garde d'au moins un enfant;
- ◆ Invalidité du bénéficiaire ou de son conjoint au sens des 2° et 3° de l'article L 341-4 du Code de la Sécurité Sociale;
- ◆ Décès du bénéficiaire ou de son conjoint;
- ◆ Cessation du contrat de travail;



5



- ♦ Création ou reprise par le bénéficiaire ou son conjoint d'une entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole, soit à titre individuel, soit sous la forme d'une société, à condition d'en exercer effectivement le contrôle au sens de l'article 163 quinquies A du code général des impôts, ou installation en vue de l'exercice d'une autre profession non salariée,
- ♦ Acquisition ou agrandissement de la résidence principale emportant création de surface habitable nouvelle telle que définie à l'article R-111.2 du code de la construction et de l'habitation, sous réserve de l'existence d'un permis de construire ou d'une déclaration préalable de travaux,
- ♦ Situation de surendettement du salarié définie à l'article L.331.2 du code de la consommation, sur demande adressée à l'organisme gestionnaire des fonds ou à l'employeur par le président de la commission d'examen des situations de surendettement ou le juge, lorsqu'il estime que le déblocage des droits favorise la conclusion, ou est nécessaire à la bonne exécution d'un plan amiable de règlement ou de redressement judiciaire civil.

Article 9- RACHATS DE PARTS ET TRANSFERTS D'AVOIRS

Pour les parts devenues disponibles à l'expiration du délai de blocage de cinq ans, ou conformément aux dispositions de l'article 8, par suite d'un cas de déblocage anticipé, le salarié peut obtenir sur simple demande:

- ♦ Soit le rachat de tout ou partie de ses parts :

Le salarié peut conditionner son rachat à l'existence d'une valeur de part minimum. Les porteurs de parts du fonds E peuvent en outre obtenir le remboursement de leurs avoirs en actions Société Générale.

Soit le transfert de tout ou partie de ses avoirs disponibles dans un autre fonds commun de placement du Plan d'épargne, à l'exclusion du fonds E.

Ces opérations sont réalisées aux dates prévues et selon les modalités définies par les règlements des Fonds Communs de Placement.

Les parts indisponibles ne sont ni rachetables, ni transférables.

Article 10- FRAIS DE TENUE DE COMPTES

Les frais afférents à la tenue des comptes individuels des porteurs de parts sont pris en charge par l'Entreprise.

Article 11- REVENUS

Les produits des avoirs compris dans les fonds sont automatiquement réinvestis.

6

6

Article 12- INFORMATION DES BENEFICIAIRES ET DE LEURS AYANTS DROIT

Le présent règlement sera remis à chaque salarié et à chaque nouvel agent dès son entrée en fonction.

La Société de Gestion des Fonds Communs de Placement met en outre une fois par an à disposition des porteurs de parts :

- ♦ un rapport simplifié sur les opérations du Fonds,
- ♦ l'inventaire des avoirs,
- ♦ l'indication du nombre de parts et de millièmes de parts existant à la date du 31 décembre, ainsi que le prix de rachat de la part à la même date.

En outre, lors de chaque mouvement sur leur compte les salariés reçoivent un relevé de leurs avoirs et, chaque année, un relevé au 31 Décembre.

Article 13- REGIME FISCAL

- ♦ Régime applicable aux versements :

L'abondement versé par l'entreprise ainsi que les sommes affectées dans le plan d'épargne au titre de la participation ou de l'intéressement sont exonérés d'impôt sur le revenu. Ils sont en revanche assujettis à la source à la contribution sociale généralisée (CSG) au remboursement de la dette sociale (RDS) et à tout autre contribution qui deviendrait applicable.

- ♦ Régime applicable aux revenus :

les revenus du portefeuille réinvestis sont exonérés de l'impôt sur le revenu.

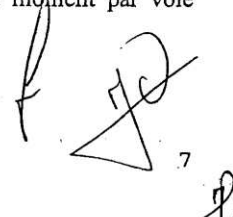
- ♦ Régime applicable aux rachats et aux remboursements anticipés :

- les rachats de parts disponibles et les remboursements anticipés sont exonérés de l'impôt sur les plus-values de cession de valeurs mobilières,

Article 14 -DUREE du PLAN - MODIFICATION - DENONCIATION

A l'exception des montants des plafonds d'abondement mentionnés à l'article 6 qui s'appliquent dès le 1er janvier 1996, le présent accord prend effet à compter du 1er janvier 1997 et est applicable jusqu'au 31 décembre 1999. Il sera ensuite renouvelable d'année en année par tacite reconduction. Il pourra être dénoncé par chacune des deux parties contractantes trois mois au moins avant l'expiration de chaque exercice. La dénonciation prendra effet à la fin de l'exercice considéré.

Dans le cadre de la réglementation en vigueur il pourra être modifié à tout moment par voie d'accord entre les même parties signataires.



AVENANT AUREGLEMENT du PLAN d'EPARGNE
de la SOCIETE GENERALE

Paris, le 20 février 1996

Il est convenu ce qui suit entre,

d'une part,

la SOCIETE GENERALE, Société Anonyme au capital de F. 2.622.855.600, dont le siège social est 29 boulevard Haussmann à Paris immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° B 552.120.222 représentée par le Directeur des Ressources et Relations Humaines, M. Alain PY,




et d'autre part,

les organisations syndicales suivantes représentées par leur Délégué Syndical National :

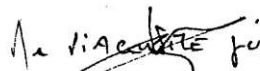
- C.F.D.T.

- C.F.T.C

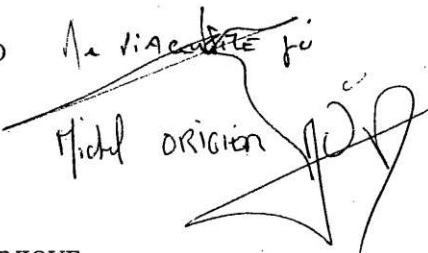
Patrick Poirier 

- C.G.T

- C.G.T - F.O

La Viac 

- S.N.B

Michel ORIGNON 

ARTICLE UNIQUE

A titre exceptionnel, en application des récentes mesures gouvernementales annoncées à l'issue du sommet social du 21 décembre 1995 et destinées à favoriser la consommation des ménages, les sommes versées au plan d'épargne en 1992 et 1993 au titre des versements volontaires, respectivement bloquées jusqu'au 31 mars 1997 et 1998, deviennent disponibles par anticipation selon les modalités fixées dans les textes réglementaires encore à paraître au jour de la signature du présent accord (date limite actuellement connue: 30 septembre 1996). Elles seront traitées conformément aux modalités indiquées dans lesdits textes.

ANNEXE 8 : Société Générale – Règlement du Plan d'Epargne Entreprise en vigueur de 2002 à 2005

RÈGLEMENT DU PLAN D'ÉPARGNE D'ENTREPRISE

En vue de l'application à la Société Générale, des textes relatifs au Plan d'Epargne de l'Entreprise, notamment des articles L-443 et suivants et R.443-1 et suivants du Code du Travail, il est convenu ce qui suit entre,

la Société Générale, Société Anonyme au capital de 530 423 152.50 EUR, dont le siège social est 29 boulevard Haussmann à Paris immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° B 552 120 222 représentée par le Directeur des Ressources et Relations Humaines, M. Alain PY, d'une part,

et,

les Organisations Syndicales suivantes représentatives, d'autre part.

Pour la Société Générale



Pour la C.F.D.T.

Pour la C.F.T.C.



Pour la C.G.T.

Pour F.O.



Pour le S.N.B.

M. ORIGIER



Paris La Défense, le 28 juin 2002

PREAMBULE

Le présent accord annule et remplace l'accord du 24 janvier 1991 et ses avenants.

Article 1 • Objet

Le présent Plan d'Epargne est destiné à permettre aux membres du personnel de la Société Générale de constituer, avec l'aide de l'Entreprise, un portefeuille de valeurs mobilières.

Article 2 • Bénéficiaires

Les bénéficiaires sont :

les salariés de la Société Générale qui ont au moins trois mois d'ancienneté dans l'entreprise,

les anciens salariés ayant quitté l'entreprise à la suite d'un départ en retraite ou en préretraite, et ayant laissé tout ou partie de leurs avoirs dans le Plan, sachant qu'ils ne peuvent bénéficier de la contribution de l'entreprise visée à l'article 6, qui est réservée aux salariés en activité.

Article 3 • Versements au plan d'épargne

La réalisation du Plan d'Epargne est assurée au moyen des ressources suivantes.

- *Affectation des sommes attribuées aux salariés au titre de la participation aux résultats de l'entreprise :*

Chaque bénéficiaire peut choisir indifféremment l'un des fonds du Plan d'Epargne de l'Entreprise, pour la totalité des sommes qui lui sont attribuées.

Les sommes provenant de la participation et logées en comptes courants bloqués peuvent au terme de la période de blocage de cinq ans être affectées dans l'un des fonds du Plan d'épargne d'Entreprise, à l'exception du fonds E et du fonds relais créé à l'occasion d'une augmentation de capital.

- *Affectation de tout ou partie des sommes perçues au titre de l'intéressement :*

Chaque bénéficiaire peut demander l'affectation de tout ou partie de sa prime d'intéressement distribuée dans le Plan d'Epargne de l'Entreprise.

Il peut soit concentrer son investissement sur un seul fonds, soit le répartir entre deux fonds au maximum, dont le fonds E.

Les sommes investies au titre de l'intéressement sont exonérées de l'impôt sur le revenu mais soumises aux prélèvements sociaux (CSG et CRDS).

- *Versements volontaires des salariés, des retraités et des préretraités.*

Chaque bénéficiaire qui le désire peut, à tout moment de l'année, décider d'effectuer des versements volontaires mensuels d'un montant unitaire minimum de 10 EUR et des versements volontaires exceptionnels d'un montant unitaire minimum de 120 EUR dans le Plan d'Epargne. Il devra faire connaître à la Direction des Ressources et Relations Humaines, à l'occasion de son versement, le montant de sa contribution mensuelle ou ponctuelle ainsi que son choix parmi les Fonds Communs de Placement A, B et C prévus au présent règlement.

12

Le montant et le choix du fonds concernant les versements mensuels peuvent être modifiés, avec effet d'un mois donné, à la condition que la Direction des Ressources et Relations Humaines soit informée au plus tard le dixième jour ouvrable dudit mois.

Lors de chaque augmentation de capital réservée aux salariés, chacun d'eux pourra en outre effectuer des versements volontaires dans le Fonds E composé essentiellement d'actions Société Générale.

Le total des versements volontaires de chaque salarié augmenté des sommes perçues au titre de l'intéressement et affectées dans le Plan d'Epargne ne peut excéder, tous plans confondus, le quart de sa rémunération annuelle brute de l'exercice de calcul. Pour les retraités, ce total ne peut excéder le quart de la somme des pensions perçues, ou pour les préretraités le quart du revenu de remplacement.

- Contribution de l'Entreprise telle qu'elle est déterminée à l'article 6.
- Lors de l'embauche d'un salarié, affectation des sommes transférées du Plan d'épargne de l'ancien employeur.
 - Avant le terme du délai de blocage sauf si ces sommes sont utilisées pour souscrire à une augmentation de capital réservée aux adhérents du Plan d'Epargne Entreprise : les périodes de blocage déjà courues sont prises en compte pour le calcul du délai de blocage restant à courir.
 - Après le terme du délai de blocage : les sommes transférées restent disponibles.

Article 4 • Emploi des sommes versées au plan d'épargne

Les sommes reçues par le Plan d'Epargne sont versées à la Société Générale qui les affecte immédiatement et en totalité à la souscription de parts du Fonds Commun de Placement choisi par le bénéficiaire.

Le choix du bénéficiaire peut dans les limites définies à l'article 3 se porter sur :

le Fonds A composé de valeurs à revenu fixe et accessoirement de SICAV actions ;

le Fonds B composé d'actions ou d'obligations françaises ainsi que de SICAV ;

le Fonds C composé de plus de 75 % d'actions ou de valeurs assimilées ;

le Fonds E composé essentiellement d'actions Société Générale et permettant la souscription aux augmentations de capital avec une décote maximale de 20 % sur la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision fixant la date d'ouverture de la souscription.

L'ensemble des sommes destinées à l'augmentation de capital réservée aux salariés, retraités et préretraités (versements volontaires, intéressement, abondement et participation) pourront transiter par un fonds relais, créé à cette occasion, dont les actifs seront transférés dans le fonds E après réalisation de l'augmentation de capital et assimilation de jouissance des actions Société Générale nouvellement souscrites avec celles anciennement détenues dans le fonds E.

Les fonds communs de placement inclus dans les plans d'épargne de sociétés qui seraient absorbées par la Société Générale, pourront être logés et administrés dans le cadre du Plan d'épargne mais ne pourront plus être alimentés, ni par versement direct, ni par transfert.

12 l b P

Article 5 • Prise en charge par l'entreprise des commissions et frais de gestion

L'Entreprise prend en charge les commissions, honoraires et frais de gestion prévus dans les règlements des fonds communs de placement.

Les frais de courtage sur les fonds A, B, C et E seront pris en compte par l'entreprise sur la base des frais réels.

Article 6 • Contribution de l'entreprise en faveur des salariés en activité

L'Entreprise apporte, à titre d'abondement, une contribution complémentaire variable selon l'origine des sommes, l'option d'investissement choisie, ainsi que le niveau des salariés.

Le niveau s'apprécie, pour les versements volontaires, au premier jour du mois de versement par le salarié, et, pour l'intéressement, au dernier jour de l'exercice qui a ouvert droit au paiement de la prime.

- **Affectation des primes d'intéressement en Fonds E :**

80 % des versements effectués par tout salarié, quelle que soit sa catégorie.

- **Versements volontaires à partir de disponibilités personnelles en Fonds E :**

55 % des versements effectués par les Techniciens

40 % des versements effectués par les Cadres

- **Affectation des primes d'intéressement et versements volontaires à partir de disponibilités personnelles en fonds A, B et C**

45 % des versements effectués par les Techniciens

30 % des versements effectués par les Cadres

La contribution annuelle de l'entreprise ne peut dépasser 770 euros par salarié **pour l'ensemble des fonds A, B et C.**

Dans le cas des versements dans le **fonds E** cette contribution annuelle peut atteindre :

- 3.050 euros lorsque le montant de la réserve spéciale de participation au titre de l'exercice antérieur ne dépasse pas 5 millions d'euros,
- ou 2.900 euros lorsque ce montant est supérieur à 5 millions d'euros sans dépasser 10 millions d'euros,
- ou 2.750 euros lorsque ce montant est supérieur à 10 millions d'euros.

Cette limite inclut la contribution versée dans les fonds A, B et C voire éventuellement les abondements versés au cours d'un même exercice dans le cadre d'autres Plans d'Epargne.

Etant donné ces plafonds, tout salarié bénéficiaire d'abondements versés par une autre entreprise doit, chaque année, fournir à la Direction des Ressources et Relations humaines une attestation indiquant le montant des contributions dont il a bénéficié.

L'abondement sur les versements au fonds E peut, sur décision du Conseil d'Administration être servi, dans les conditions légales, sous la forme d'attribution gratuite d'actions de la Société Générale.

Article 7 • Modalités de réduction éventuelle d'une augmentation de capital

Les modalités de réduction éventuelle des souscriptions à une augmentation de capital sont fixées par la délibération du Conseil d'Administration décidant de cette opération.

Article 8 • Délai d'indisponibilité et cas de déblocage anticipé

Les parts inscrites au compte d'un salarié sont disponibles à partir du premier avril du cinquième exercice annuel suivant celui de leur acquisition.

Les salariés ou leurs ayants-droit, selon le cas, peuvent obtenir la liquidation de leurs droits avant l'expiration de la période normale d'indisponibilité dans les cas autorisés par la réglementation en vigueur qui sont actuellement les suivants :

- Mariage de l'intéressé ou conclusion d'un pacte civil de solidarité par l'intéressé,
- Naissance, ou arrivée au foyer d'un enfant en vue de son adoption dès lors que le foyer compte déjà au moins deux enfants à charge,
- Divorce, séparation ou dissolution d'un pacte civil de solidarité lorsqu'ils sont assortis d'un jugement prévoyant la résidence habituelle unique ou partagée d'au moins un enfant au domicile de l'intéressé,
- Invalidité du bénéficiaire, de ses enfants, de son conjoint ou de la personne qui est liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité. Cette invalidité s'apprécie au sens des 2° et 3° de l'article L.341-4 du code de la Sécurité Sociale, ou doit être reconnue par décision de la commission technique d'orientation et de reclassement professionnel prévue à l'article L.323-11 ou de la commission départementale de l'éducation spéciale, à condition que le taux d'incapacité atteigne au moins 80% et que l'intéressé n'exerce aucune activité professionnelle,
- Décès du bénéficiaire, de son conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité,
- Cessation du contrat de travail,
- Création ou reprise par le bénéficiaire, ses enfants, son conjoint ou la personne qui est liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité, d'une entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole, soit à titre individuel, soit sous la forme d'une société, à condition d'en exercer effectivement le contrôle au sens de l'article R.351-43, ou installation en vue de l'exercice d'une autre profession non salariée, ou acquisition de parts sociales d'une société coopérative de production,
- Acquisition ou agrandissement de la résidence principale emportant création de surface habitable nouvelle telle que définie à l'article R-111.2 du code de la construction et de l'habitation, sous réserve de l'existence d'un permis de construire ou d'une déclaration préalable de travaux, ou à la remise en état de la résidence principale endommagée à la suite d'une catastrophe naturelle reconnue par arrêté ministériel,
- Situation de surendettement du salarié définie à l'article L.331.2 du code de la consommation, sur demande adressée à l'organisme gestionnaire des fonds ou à l'employeur par le président de la commission de surendettement des particuliers ou le juge, lorsqu'il estime que le déblocage des droits paraît, ou est nécessaire à la bonne exécution d'un plan amiable de règlement ou de redressement judiciaire civil.



La demande du salarié ne doit pas être présentée au-delà d'un délai de six mois à compter de la survenance du fait générateur, sauf dans les cas de cessation du contrat de travail, décès du conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité, invalidité et surendettement où elle peut intervenir à tout moment.

La levée anticipée de l'indisponibilité est réalisée en un versement unique qui porte, au choix du salarié, sur tout ou partie des droits susceptibles d'être débloqués. La mise en disponibilité des avoirs est impossible et, en cas de déblocage partiel, le solde des avoirs reste indisponible jusqu'à l'échéance légale.

Le délai d'indisponibilité de cinq ans prévu au premier alinéa de cet article ne s'applique pas si la liquidation des avoirs acquis dans le cadre du plan d'épargne entreprise sert à lever des options sur actions de la Société Générale consenties dans les conditions prévues à l'article L.225-177 ou à l'article L.225-179 du Code de Commerce.

Dans ce dernier cas, les actions de la Société Générale ainsi souscrites ou achetées, doivent être portées sur des comptes individuels, dans le plan d'épargne, et ne sont disponibles qu'à l'expiration d'un délai minimum de cinq ans à compter de la date de ce versement.

Article 9 • Rachats de parts et transferts d'avoirs

1. Rachat ou placement des parts disponibles

A l'expiration du délai de blocage de cinq ans, le salarié peut obtenir sur simple demande :

- soit le rachat de tout ou partie de ses parts :

Le salarié peut conditionner son rachat à l'existence d'une valeur de part minimum. Les porteurs de parts du fonds E peuvent en outre obtenir le remboursement de leurs avoirs en actions Société Générale.

- soit le placement de tout ou partie de ses avoirs disponibles dans un autre fonds commun de placement du Plan d'épargne, à l'exclusion du fonds E :

Les sommes ainsi placées ne donnent pas droit à un nouveau versement complémentaire de l'entreprise.

Ces opérations sont réalisées aux dates prévues et selon les modalités définies par les règlements des Fonds Communs de Placement.

Les parts indisponibles ne sont pas rachetables et ne peuvent faire l'objet par le salarié d'une modification de placement.

2. Transfert des parts disponibles et indisponibles

Ces parts ne donnent pas droit à un nouveau versement complémentaire de l'entreprise. Elles peuvent être transférées par le teneur de registre, la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, dans les cas suivants :

- En cas de rupture du contrat de travail

Le salarié peut demander le transfert des avoirs dont il n'a pas demandé la délivrance lors de la rupture de son contrat de travail, vers le plan d'épargne de son nouvel employeur. Ces sommes ne sont pas prises en compte pour l'appréciation du plafond du quart de la rémunération annuelle. La participation peut être transférée du compte bloqué vers le plan d'épargne de son nouvel employeur.

de 1 - 2

- Sans rupture du contrat de travail

La participation est transférable du compte bloqué vers le Plan d'Epargne Entreprise, à l'exclusion du fonds E. Les périodes de blocage déjà courues sont prises en compte pour le calcul du délai de blocage restant à courir. Le salarié peut procéder au transfert de tout ou partie des sommes qu'il détient.

Article 10 • Frais de tenue de comptes

Les frais afférents à la tenue des comptes individuels des porteurs de parts sont pris en charge par l'Entreprise.

Les fonds communs de placement ont pour dépositaire la Société Générale et sont gérés par SG Asset Management.

Article 11 • Revenus

Les produits des avoirs compris dans les fonds sont automatiquement réinvestis.

Article 12 • Information des bénéficiaires et de leurs ayants droits

Le présent règlement sera remis à chaque salarié et à chaque nouvel agent dès son entrée en fonction.

La Société de Gestion des Fonds Communs de Placement SG Asset Management met en outre une fois par an à disposition des porteurs de parts :

- un rapport simplifié sur les opérations du Fonds,
- l'inventaire des avoirs,
- l'indication du nombre de parts et de millièmes de parts existant à la date du 31 décembre, ainsi que le prix de rachat de la part à la même date.

En outre, la SOCIETE GENERALE teneur de registre, envoie aux salariés, lors de chaque mouvement sur leur compte, un relevé de leurs avoirs mentionnant leur date de cessibilité et chaque année, un relevé au 31 décembre.

Lorsqu'un salarié quittant l'entreprise reçoit pour la première fois l'état récapitulatif prévu à l'article L.444-5 du Code du Travail, il lui est remis un Livret d'Epargne Salariale comportant :

- les états récapitulatifs,
- une attestation indiquant la nature et le montant de ses droits ainsi que la ou les dates à partir desquelles ceux-ci deviendront disponibles,
- un rappel des dispositions des articles L.443-2, R.442-17, R.443-12, R.442-16 et R.443-13 du Code du Travail.

Lorsque le salarié ne peut être atteint à la dernière adresse indiquée par lui, les primes restent à sa disposition dans l'entreprise pendant un délai d'un an à compter de la date limite du versement. Passé ce délai, les sommes sont remises à la Caisse des Dépôts et Consignations où l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

La conservation des parts de fonds commun de placement et des actions de SICAV continue d'être assurée par l'organisme qui en est chargé et auprès duquel l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

Article 13 • Régime fiscal

- Régime applicable aux versements : l'abondement versé par l'entreprise ainsi que les sommes affectées dans le plan d'épargne au titre de la participation (hors intérêts de retard) ou de l'intéressement sont exonérés d'impôt sur le revenu. Ils sont en revanche assujettis à la source à la contribution sociale généralisée (CSG), au remboursement de la dette sociale (CRDS) après abattement de 5% en l'état actuel, et à toute autre contribution qui deviendrait applicable.
- Régime applicable aux revenus des comptes courants : les revenus réinvestis sont exonérés de l'impôt sur le revenu mais soumis à la CSG et CRDS, sans abattement, ainsi qu'au prélèvement social de 2%.
- Régime applicable aux rachats et aux remboursements anticipés des parts de fonds : les rachats de parts disponibles et les remboursements anticipés sont exonérés de l'impôt sur les plus-values de cession de valeurs mobilières, mais ces plus-values restent soumises à la CSG, CRDS et prélèvement social de 2%, lors du retrait des fonds.

Article 14 • Durée du plan - modification dénonciation

Le présent accord prend effet à compter du 1er janvier 2002, à l'exception des montants des plafonds d'abondement et des taux mentionnés à l'article 6 qui s'appliqueront à compter du 1^{er} janvier 2003. Il est applicable jusqu'au 31 décembre 2005. A l'arrivée du terme, l'accord prend fin de plein droit et cesse effectivement de produire tout effet au-delà de ce terme.

Dans le cadre de la réglementation en vigueur il pourra être modifié à tout moment par voie d'avenant.

Article 15 • Dépôt de l'accord

Le texte du présent accord, sera déposé en 5 exemplaires par l'Entreprise à la Direction Départementale du Travail et de l'Emploi dont elle dépend.



ANNEXE 9 : Société Générale - Règlement du Plan d'épargne Entreprise en vigueur de 2005 à 2007

REGLEMENT DU PLAN D'EPARGNE D'ENTREPRISE DE LA SOCIETE GENERALE

En vue de l'application à la Société Générale des textes relatifs au Plan d'Epargne de l'Entreprise, notamment des articles L.443-1 et suivants et R.443-1 et suivants du Code du Travail, il est convenu ce qui suit entre,

la Société Générale, Société Anonyme au capital de 542 691 448,75 EUR, dont le siège social est 29 boulevard Haussmann à Paris immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° B 552 120 222 représentée par le Directeur des Ressources et Relations Humaines, Monsieur Bernard Le Mau de Talancé, d'une part, et ci-après dénommée l'Entreprise,

et les Organisations Syndicales représentatives suivantes, d'autre part.

Pour la Société Générale

Pour la C.F.D.T.

Pour la C.F.T.C.

Pour la C.G.T.

Pour F.O.

Pour le S.N.B.

Le présent accord a été signé par les Organisations Syndicales suivantes :

- C.F.D.T.
- C.F.T.C.
- C.G.T.
- F.O.
- S.N.B.

Fait à Paris La Défense, le 29 juin 2005

PREAMBULE

Le présent accord fait suite à l'accord du 28 juin 2002 arrivant à échéance le 31 décembre 2005 et a pour date d'effet le 1^{er} janvier 2006.

ARTICLE 1 - OBJET

Le présent Plan d'Epargne est destiné à permettre aux membres du personnel de la Société Générale de constituer, avec l'aide de l'Entreprise, un portefeuille de valeurs mobilières.

ARTICLE 2 - ACTEURS

• La Société de gestion

Les Fonds sont gérés par SG ASSET MANAGEMENT, société de gestion de portefeuilles agréée par la Commission des Opérations de Bourse sous le numéro GP96-007, ayant son siège social 170, place Henri Régault, 92400 Courbevoie.

La Société de gestion constitue le portefeuille collectif en fonction de l'objet et de l'orientation de gestion définis par le règlement des fonds.

• Le Teneur de compte conservateur de parts - teneur de registre

La tenue des comptes des bénéficiaires est effectuée par la SOCIETE GENERALE (GSSI/ESE situé à Nantes) qui a la responsabilité de la tenue des comptes. Le teneur de compte reçoit les demandes de souscription et de rachat de parts, procède à leur traitement et initie les versements ou les règlements correspondants.

La SOCIETE GENERALE assure également la tenue des registres des comptes administratifs ouverts au nom de chaque bénéficiaire.

• Le Dépositaire

Le dépositaire des Fonds est la SOCIETE GENERALE. Il est responsable de la conservation des titres compris dans le fonds.

ARTICLE 3 - BENEFICIAIRES

Les bénéficiaires sont

les salariés de la Société Générale ayant au moins trois mois d'ancienneté dans l'Entreprise, y compris les détachés en France et à l'étranger,

les anciens salariés ayant quitté l'Entreprise à la suite d'un départ en retraite ou en préretraite, et ayant laissé tout ou partie de leurs avoirs dans le Plan, sachant qu'ils ne peuvent plus bénéficier de l'abondement qui est réservée aux salariés en activité.

Les salariés détachés auprès de la Société Générale ne bénéficient pas des dispositions du présent Plan d'épargne.

ARTICLE 4 - VERSEMENTS AU PLAN D'EPARGNE

La réalisation du Plan d'Epargne est assurée au moyen des ressources suivantes

- **Affectation des sommes attribuées aux salariés au titre de la participation aux résultats de l'Entreprise**

Chaque bénéficiaire peut choisir un ou deux fonds du Plan d'Epargne de l'Entreprise, à l'exception du fonds « structuré », pour la totalité des sommes qui lui sont attribuées.

- **Affectation de tout ou partie des sommes perçues au titre de l'intéressement**

Chaque bénéficiaire peut demander l'affectation de tout ou partie de sa prime d'intéressement dans un ou deux fonds du Plan d'Epargne de l'Entreprise à l'exception du fonds « structuré ».

Les sommes investies au titre de l'intéressement sont exonérées de l'impôt sur le revenu à condition que cet investissement soit réalisé dans les quinze jours à compter de la date à laquelle les sommes ont été perçues. Elles sont soumises aux prélèvements sociaux (CSG et CRDS).

Les anciens salariés peuvent affecter tout ou partie de leur prime d'intéressement afférente à leur dernière période d'activité dans un ou plusieurs fonds du Plan d'Epargne de l'Entreprise (à l'exception du fonds d'actionnariat). Cette affectation doit être réalisée dans les quinze jours suivant la date à laquelle les sommes ont été perçues, même quand le versement de cette prime intervient après le départ de l'Entreprise.

- **Versements volontaires des salariés, des retraités et des pré-retraités**

Chaque bénéficiaire qui le désire peut, à tout moment de l'année, décider d'effectuer des versements volontaires mensuels d'un montant unitaire minimum de 10 EUR et des versements volontaires exceptionnels d'un montant unitaire minimum de 120 EUR dans le Plan d'Epargne. Il doit faire connaître à la Direction des Ressources et Relations Humaines, à l'occasion de son versement, le montant de sa contribution mensuelle ou ponctuelle ainsi que ses choix d'affectation parmi les Fonds du Plan d'Epargne d'Entreprise (à l'exception du fonds d'actionnariat et du fonds « structuré »).

Le montant et le choix des fonds concernant les versements mensuels peuvent être modifiés, avec effet d'un mois donné, à la condition que la Direction des Ressources et Relations Humaines soit informée au plus tard le dixième jour ouvrable du mois.

Lors de chaque augmentation de capital réservée aux salariés, chaque bénéficiaire pourra en outre effectuer des versements volontaires dans le fonds d'actionnariat par l'intermédiaire d'un fonds Relais créé à cette occasion. Le fonds Relais a vocation à être fusionné avec le fonds E (Actions SG), qui est le fonds d'actionnariat permanent du Plan, après décision du Conseil de Surveillance du fonds Relais et agrément de l'AMF.

Le total des versements volontaires de chaque salarié, augmenté des sommes perçues au titre de l'Intéressement net et affecté dans le présent Plan d'Epargne ne peut excéder le quart de sa rémunération annuelle brute de l'année en cours.

Pour les retraités, ce total ne peut excéder le quart de la somme des pensions perçues, ou pour les préretraités le quart du revenu de remplacement.

Si l'Entreprise procède au contrôle à titre indicatif, le respect de ce principe est de la responsabilité des bénéficiaires.

- **Abondement de l'Entreprise tel que déterminé à l'article 6**
- **Affectation des sommes transférées des CCB ou du Plan d'épargne de l'ancien employeur**
 - Les avoirs indisponibles peuvent être transférés dans le présent Plan d'Epargne Société Générale. Dans ce cas, les périodes de blocage déjà courues sont prises en compte pour le calcul du délai de blocage restant à courir.
 - Les avoirs disponibles peuvent également être transférés dans le présent Plan d'Epargne. Les sommes transférées restent disponibles.
 - Dans les deux cas les avoirs transférés ne peuvent être investis en fonds actionnariat ou en fonds « structuré ».
 - Les sommes transférées n'ouvrent pas droit à l'abondement de l'Entreprise et ne sont pas prises en compte pour l'appréciation du plafond de versement annuel du salarié aux PEE auxquels il participe.

ARTICLE 5- EMPLOI DES SOMMES VERSEES AU PLAN D'EPARGNE

Les sommes versées dans le Plan d'Epargne sont affectées immédiatement et en totalité à la souscription de parts de Fonds Communs de Placement choisi(s) par le bénéficiaire.

Dans les limites définies à l'article 3, le bénéficiaire peut décider d'investir dans les fonds

suivants : **Sept fonds diversifiés :**

- le FONDS ARCANIA, Compartiment SECURITE, part N°257(") : investi à 100% en OPCVM monétaires,
- SOCIETE GENERALE FONDS A (Obligations) composé de valeurs à revenu fixe et accessoirement de SICAV actions,
- SOCIETE GENERALE FONDS B (Equilibre) composé d'actions ou d'obligations françaises ainsi que de SICAV,
- SOCIETE GENERALE FONDS C (Actions Diversifiées) composé de plus de 75% d'actions ou de valeurs assimilées,
- le FONDS ARCANIA, Compartiment ACTIONS France, part N°750(*) investi en supports indiciels du CAC 40 OPCVM actions françaises,
- le FONDS ARCANIA, Compartiment ACTIONS Euro Mid-Cap, part N° 753(*), investi à 100% en actions de la zone EU RO,
- le FONDS ARCANIA, Compartiment LABEL AUDACE ET SOLIDAIRE(*), part N°829 investi notamment de 5 à 10% de titres d'entreprises solidaires et investi de 90 à 95% en actions cotées sur le marché européen et sélectionnées sur des critères de développement durable.

(*) sous réserve de l'agrément de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) avant le 1^{er} janvier 2006, date de prise d'effet des dispositions du présent règlement. L'annexe présentant les notices d'information des fonds cités ci-dessus sera mise à jour après agrément de l'AMF. En conséquence, les notices d'informations ne seront remises aux salariés qu'après la notification de l'agrément AMF.

Un fonds d'actionnariat :

le Fonds « E -Actions SG », investi entre 90% et 100% en actions Société Générale.

Il est précisé que la souscription aux augmentations de capital est effectuée au travers d'un fonds Relais créé à cette occasion préalablement à la souscription. Ce fonds reçoit l'agrément de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le prix des actions Société Générale souscrites par le fonds Relais intègre une décote maximale de 20% sur la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision fixant également la période de souscription.

Les actifs du fonds Relais seront transférés dans le fonds d'actionnariat permanent (le fonds « E -Actions SG ») après réalisation de l'augmentation de capital, assimilation de jouissance des actions Société Générale nouvellement souscrites avec celles anciennement détenues dans le fonds E (Actions SG), accord du conseil de surveillance et agrément de l'AMF.

Un fonds structuré :

Sous réserve de l'agrément de l'AMF avant le 1^{er} janvier 2006, date de prise d'effet des dispositions du présent règlement, le bénéficiaire aura la possibilité, à compter du 1^{er} janvier 2006, d'investir dans un nouveau fonds, indexé sur la performance de l'action Société Générale et qui lui permettra de bénéficier, à l'échéance de 3 ans, de 90% de la valeur liquidative de référence et de 100% de la hausse (éventuellement plafonnée) au-dessus de 90% de cette valeur liquidative.

Il est précisé que ce fonds ne pourra être alimenté que par des arbitrages d'avoirs disponibles déjà présents au sein du Plan d'Epargne d'Entreprise. De ce fait, les souscriptions à ce fonds ne bénéficieront pas d'abondement.

L'annexe 1 « Critères de choix des fonds communs de placement » complète la présentation cidessus.

L'annexe 2 présente les notices d'information des fonds et sera mise à jour après agrément de l'AMF.

ARTICLE 6 - ABONDEMENT DE L'ENTREPRISE EN FAVEUR DES SALARIES EN ACTIVITE

L'Entreprise apporte à titre d'abondement un versement complémentaire aux investissements dans le Plan d'Epargne. Les flux abondés sont les primes d'intéressement et les versements volontaires. Les conditions sont les suivantes :

Plafonds d'abondement brut

Pour les versements au fonds actionnariat, l'abondement individuel est au maximum de 2700 euros par an.

Pour les versements aux fonds diversifiés, l'abondement individuel est au maximum de 570 euros par an. Il est rappelé que le fonds structuré n'est pas abondé.

Le montant de 2700 euros intègre les 570 Euros d'abondement éventuellement versés pour les fonds diversifiés. Ces deux montants ne se cumulent pas.

Pendant la période de souscription à l'augmentation de capital, l'abondement est affecté en priorité aux versements destinés au fonds d'actionnariat, via le fonds Relais.

Taux d'abondement pour le fonds actionnariat

Les 100 premiers euros versés sont abondés à 150% ;

La quote-part versée au-delà de 100 euros et jusqu'à 800 euros est abondée à 60% ;

Les montants versés au-delà de 800 euros sont abondés à 45%, à concurrence du plafond d'abondement.

L'abondement brut de 2700 euros est atteint pour un versement de 5534 Euros.

Taux d'abondement pour les fonds diversifiés (identiques aux taux pour l'actionnariat)

- Les 100 premiers euros versés sont abondés à 150% ;
- La quote-part versée au-delà de 100 euros et jusqu'à 800 euros est abondée à 60% ; - Les montants versés au-delà de 800 euros ne sont pas abondés. L'abondement brut de 570 euros est atteint pour un versement de 800 euros.

Le plafond annuel de 2700 Euros inclut l'abondement versé au bénéficiaire au cours d'un même exercice dans le cadre d'autres Plans d'Epargne. Afin de respecter cette contrainte, tout salarié bénéficiaire d'abondements versés par une autre entreprise doit, chaque année, fournir à la Direction des Ressources et Relations Humaines une attestation indiquant le montant de l'abondement dont il a déjà bénéficié. Les abondements perçus au titre des versements dans un PERCO ne sont pas pris en compte pour la détermination du plafond du PEE.

L'abondement sur les versements au fonds actionnariat peut être servi, dans les conditions légales et sur décision du Conseil d'Administration, sous la forme d'attribution gratuite d'actions de la Société Générale.

ARTICLE 7 - MODALITES DE REDUCTION EVENTUELLE D'UNE AUGMENTATION DE CAPITAL

Les modalités de réduction éventuelle des souscriptions à une augmentation de capital sont fixées par la délibération du Conseil d'Administration décidant de cette opération.

Dans le cas d'une mise en oeuvre de la réduction des souscriptions à l'augmentation de capital, il est précisé que les flux de participation et d'intéressement éventuellement réduits seront investis automatiquement sur le fonds ARCANIA, Compartiment SECURITE, part N°257.

ARTICLE 8 - DELAI D'INDISPONIBILITE ET CAS DE DEBLOCAGE ANTICIPE

Les parts inscrites au compte d'un salarié sont disponibles à partir du premier avril du cinquième exercice annuel suivant celui de leur acquisition.

Les salariés ou leurs ayants-droit, selon le cas, peuvent obtenir la liquidation de leurs droits avant l'expiration de la période normale d'indisponibilité dans les cas autorisés par la réglementation en vigueur qui sont actuellement les suivants :

- Mariage de l'intéressé ou conclusion d'un pacte civil de solidarité par l'intéressé,
- Naissance ou arrivée au foyer d'un enfant en vue de son adoption dès lors que le foyer compte déjà au moins deux enfants à charge,
- Divorce, séparation ou dissolution d'un pacte civil de solidarité lorsqu'ils sont assortis d'un jugement prévoyant la résidence habituelle unique ou partagée d'au moins un enfant au domicile de l'intéressé,
- Invalidité du bénéficiaire, de ses enfants, de son conjoint ou de la personne qui est liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité. Cette invalidité s'apprécie au sens des 2° et 3° de l'article L.341-4 du code de la Sécurité Sociale, ou doit être reconnue par décision de la commission technique d'orientation et de reclassement professionnel prévue à l'article L.323-11 ou de la commission départementale de l'éducation spéciale, à condition que le taux d'incapacité atteigne au moins 80% et que l'intéressé n'exerce aucune activité professionnelle,

- Décès du bénéficiaire, de son conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité,
- Cessation du contrat de travail,
- Affectation des sommes épargnées à la création ou reprise par le bénéficiaire, ses enfants, son conjoint ou la personne qui est liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité, d'une entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole, soit à titre individuel, soit sous la forme d'une société, à condition d'en exercer effectivement le contrôle au sens de l'article R.351-43, ou installation en vue de l'exercice d'une autre profession non salariée, ou acquisition de parts sociales d'une société coopérative de production,
- Affectation des sommes épargnées à l'acquisition ou agrandissement de la résidence principale emportant création de surface habitable nouvelle telle que définie à l'article R.111-2 du code de la construction et de l'habitation, sous réserve de l'existence d'un permis de construire ou d'une déclaration préalable de travaux, ou à la remise en état de la résidence principale endommagée à la suite d'une catastrophe naturelle reconnue par arrêté ministériel,
- Situation de surendettement du salarié définie à l'article L.331-2 du code de la consommation, sur demande adressée à l'organisme gestionnaire des fonds ou à l'employeur par le président de la commission de surendettement des particuliers ou le juge, lorsqu'il estime que le déblocage des droits paraît, ou est nécessaire à la bonne exécution d'un plan amiable de règlement ou de redressement judiciaire civil.

La demande du salarié ne doit pas être présentée au-delà d'un délai de six mois à compter de la survenance du fait générateur, sauf dans les cas de cessation du contrat de travail, décès du conjoint ou de la personne liée au bénéficiaire par un pacte civil de solidarité, invalidité et surendettement où elle peut intervenir à tout moment.

La levée anticipée de l'indisponibilité est réalisée en un versement unique qui porte, au choix du salarié, sur tout ou partie des droits susceptibles d'être débloqués. La mise en disponibilité des avoirs est impossible et, en cas de déblocage partiel, le solde des avoirs reste indisponible jusqu'à l'échéance légale.

Le délai d'indisponibilité de cinq ans prévu au premier alinéa de cet article ne s'applique pas si la liquidation des avoirs acquis dans le cadre du plan d'épargne entreprise sert à lever des options sur actions de la Société Générale consenties dans les conditions prévues à l'article L.225-177 ou à l'article L.225-179 du Code de Commerce.

Dans ce dernier cas, les actions de la Société Générale ainsi souscrites ou achetées, doivent être portées sur des comptes individuels, dans le plan d'épargne, et ne sont disponibles qu'à l'expiration d'un délai minimum de cinq ans à compter de la date de ce versement.

ARTICLE 9 - ARBITRAGES AU SEIN DU PEE, RACHAT ET TRANSFERTS D'AVOIRS

Possibilité d'arbitrages au sein du PEE, sous réserve des conditions prévues par les règlements des fonds :

L'ensemble des parts disponibles du Plan d'Epargne d'Entreprise peut faire l'objet d'arbitrages entre l'ensemble des fonds du PEE, au choix du salarié. Les avoirs ainsi arbitrés demeurent disponibles.

Les parts indisponibles en fonds diversifiés peuvent faire l'objet d'arbitrage entre les seuls fonds diversifiés.

Les parts indisponibles de fonds E (Action SG) ou de fonds Relais ne peuvent faire l'objet d'arbitrage.

Les arbitrages ne donnent pas droit à un nouvel abondement de l'Entreprise.

Ces opérations sont réalisées aux dates prévues et selon les modalités définies par les règlements des Fonds Communs de Placement.

Rachat à l'échéance des cinq ans

A l'expiration du délai de blocage de cinq ans, les avoirs du salarié deviennent automatiquement disponibles et ce dernier peut obtenir sur simple demande le rachat de tout ou partie de ses parts.

Le salarié peut conditionner son rachat à l'existence d'une valeur de part minimum. Les porteurs de parts du fonds E (Actions SG) peuvent en outre obtenir le remboursement en actions Société Générale. Cette faculté est limitée aux seuls avoirs disponibles.

Ces opérations sont réalisées aux dates prévues et selon les modalités définies par les règlements des Fonds Communs de Placement.

Les parts indisponibles ne sont pas rachetables.

Transferts sans rupture du contrat de travail

Transfert des comptes courants bloqués vers le PEE SG

La participation est transférable du compte bloqué vers les fonds du Plan d'Epargne Entreprise, à l'exclusion des fonds d'actionnariat fonds E (Actions SG). Les périodes de blocage déjà courues sont prises en compte pour le calcul du délai de blocage restant à courir. Le salarié peut procéder au transfert de tout ou partie des sommes qu'il détient.

Transfert du PEE SG vers le Perco SG

Les avoirs disponibles et indisponibles du Plan d'Epargne d'Entreprise peuvent être transférés vers le Perco SG, à l'exception des parts indisponibles en fonds actionnariat.

Il est précisé que seul le transfert d'avoirs disponibles peut donner lieu à un abondement dans les conditions définies par le règlement du Perco SG.

Les transferts d'avoirs du Plan d'Epargne vers le Perco n'impactent pas la limite d'investissement du quart du revenu.

Transfert suite à la rupture du contrat de travail

En cas de rupture du contrat de travail, le salarié peut demander le transfert des avoirs vers le plan d'épargne de son nouvel employeur. Ces sommes ne sont pas prises en compte pour l'appréciation du plafond du quart de la rémunération annuelle. La participation peut être transférée du compte bloqué vers le plan d'épargne de son nouvel employeur.

Ces opérations sont réalisées aux dates prévues et selon les modalités définies par les règlements des Fonds Communs de Placement.

ARTICLE 10 - FRAIS

Frais de tenue de compte

Les frais afférents à la tenue des comptes individuels des porteurs de parts sont pris en charge par l'Entreprise

Ces frais cessent d'être à la charge de l'Entreprise pour les porteurs de parts qui ne sont plus liés à la Société Générale par un contrat de travail, à l'exception des retraités et pré-retraités. Ces frais incombent dès lors aux porteurs des parts concernés à compter du premier jour de l'année civile suivant celle au cours de laquelle est intervenue la rupture du contrat de travail, ils sont prélevés par le Teneur de Compte sur le montant des avoirs.

Prise en charge par l'Entreprise des commissions et frais de gestion

L'Entreprise prend en charge les commissions de gestion administratives et financières et les honoraires du contrôleur légal des comptes dans les conditions prévues dans les règlements des fonds communs de placement ainsi que les frais d'arbitrages, à l'exception des éventuels droits de sortie du fonds structuré.

Les frais de courtage sur les fonds A, B, C et E seront pris en compte par l'Entreprise sur la base des frais réels.

ARTICLE 11 - REVENUS

Les produits des avoirs compris dans les fonds sont automatiquement réinvestis par le Gérant. Les fonds ne versent pas de dividendes.

ARTICLE 12 - INFORMATION DES BENEFICIAIRES ET DE LEURS AYANTS DROITS

Sur les règlements de fonds et de PEE

Le présent règlement est porté à la connaissance des salariés par voie d'affichage électronique, via le site RH Online et est disponible auprès des responsables du personnel. En outre, il est remis à tout nouvel embauché dès son entrée en fonction.

Les notices de fonds (après agrément de l'AMF) et le règlement du PEE sont portés à la connaissance des salariés par voie d'affichage électronique, via le site RH Online. Ils sont également adressés aux bénéficiaires absents de l'Entreprise.

Sur la valorisation et la question des avoirs

La Société Générale teneur de registre, envoie aux salariés, lors de chaque mouvement sur leur compte, un relevé de leurs avoirs mentionnant leur date de cessibilité et chaque année, un relevé au 31 décembre.

Elle met également à leur disposition un site internet www.esalia.com qui permet notamment au bénéficiaire de consulter la valorisation de ses avoirs, l'évolution des valeurs liquidatives et la performance des fonds.

La Société de Gestion des Fonds Communs de Placement SG Asset Management et le teneur de comptes mettent également une fois par an à disposition des porteurs de parts :

un rapport simplifié sur les opérations du Fonds,
l'inventaire des avoirs,
l'indication du nombre de parts et de millièmes de parts existant à la date du 31 décembre,
ainsi que le prix de rachat de la part à la même date.

En cas de départ de l'Entreprise

L'Entreprise remet au salarié quittant l'entreprise un Livret d'Epargne Salariale, tel que prévu à l'article L.444-5 du Code du Travail et comportant :

les états récapitulatifs de l'ensemble des sommes et valeurs mobilières épargnées (et comportant les mentions obligatoires de l'article R444-1-3 du Code du travail),
un rappel des dispositions des articles L.443-2, R.442-17, R.443-12, R.442-16 et R.443-13 du Code du Travail.

Les sommes détenues par le salarié dont il n'a pas demandé délivrance au moment de la rupture de son contrat de travail, peuvent être transférées, à sa demande, dans le plan d'épargne de son nouvel employeur.

Lorsque le salarié ne peut être atteint à la dernière adresse indiquée par lui, les droits restent à sa disposition dans l'entreprise pendant un délai d'un an à compter de la date limite du versement. Passé ce délai, les sommes sont remises à la Caisse des Dépôts et Consignations où l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

La conservation des parts de fonds commun de placement continue d'être assurée par l'organisme qui en est chargé et auprès duquel l'intéressé peut les réclamer jusqu'au terme de la prescription.

En cas de décès de l'intéressé, il appartient à ses ayants-droits de demander la liquidation de ces droits qui sont devenus, selon le cas, immédiatement exigibles ou négociables et auxquels cesse d'être attaché le régime fiscal prévu au 4 du III de l'article 150-0 A du code Général des Impôts, avant le septième mois suivant le décès.

ARTICLE 13 - REGIME FISCAL ET SOCIAL

A la date de signature du présent accord, la fiscalité est la suivante :

- Régime applicable aux versements : l'abondement versé par l'Entreprise ainsi que les sommes affectées dans le plan d'épargne au titre de la participation ou de l'intéressement sont exonérés d'impôt sur le revenu. Ils sont en revanche assujettis à la source à la contribution sociale généralisée (CSG) et au remboursement de la dette sociale (CRDS), après abattement de 3% en l'état actuel, et à toute autre contribution qui deviendrait applicable.
- Régime applicable aux revenus des comptes courants : les revenus réinvestis sont exonérés de l'impôt sur le revenu mais soumis à la CSG et CRDS, sans abattement, ainsi qu'au prélèvement social de 2% et à la contribution additionnelle de 0,3%.
- Régime applicable aux plus values issues des rachats et aux remboursements anticipés des parts de fonds : les rachats de parts disponibles et les remboursements anticipés sont exonérés de l'impôt sur les plus-values de cession de valeurs mobilières, mais ces plus-values restent soumises à la CSG, CRDS, prélèvement social de 2% et contribution additionnelle de 0,3%, lors du retrait des fonds.

- Régime fiscal des sommes transférées au Perco. Les plus values ne sont pas taxées au moment du transfert des sommes du PEE vers le PERCO. La taxation est reportée à la sortie du PERCO.

ARTICLE 14 - DUREE DU PLAN - MODIFICATION - DENONCIATION

Le présent accord prend effet à compter du 1er janvier 2006. Il est applicable jusqu'au 31 décembre 2008. A l'arrivée du terme, l'accord prend fin de plein droit et ne saurait produire les effets d'un accord à durée indéterminée, excepté en ce qui concerne la gestion des avoirs dans les fonds dont la délivrance n'aurait pas été demandée à la date susvisée et qui continuera d'être assurée.

Dans le cadre de la réglementation en vigueur il pourra être modifié à tout moment par voie d'avenant.

ARTICLE 15 - LITIGE

Tout participant ayant une réclamation à présenter, relative au fonctionnement du PEE, la transmet à la Direction des Ressources et des Relations humaines, en précisant par écrit la nature de sa requête.

Dans le cas où cette réclamation ne peut être réglée de manière amiable, le litige est porté, le cas échéant, devant les tribunaux compétents.

ARTICLE 16 - CLAUSE DE SAUVEGARDE

Les termes du présent accord ont été arrêtés au regard des dispositions légales et réglementaires applicables à la date de sa conclusion.

En cas de modification de l'environnement juridique, les règles d'ordre public s'appliqueront à l'accord sans que les parties aient à renégocier dans les conditions qui sont prévues par la loi ; s'il ne s'agit pas de dispositions d'ordre public, les parties se réuniront pour en tirer les conséquences et rédiger éventuellement un avenant. A défaut, seules les dispositions de l'accord s'appliqueront.

ARTICLE 17 - RENOUVELLEMENT DE L'ACCORD

Avant la fin du 1er semestre 2008, la Direction et les Organisations Syndicales Représentatives se réuniront afin de juger de l'opportunité de renouveler ou non le Plan d'Epargne d'Entreprise, sous la même forme ou bien de le modifier.

ARTICLE 18 - DEPOT DE L'ACCORD

Le texte du présent accord, sera déposé en 5 exemplaires par l'Entreprise à la Direction Départementale du Travail et de l'Emploi et de la Formation Professionnelle dont elle dépend.

ANNEXE 10 : Casino – Accord de participation du 16 mars 1998

Accord de participation Casino du 16 mars 1998

Entre :

La Direction représentée par Monsieur Serge BOYER, Directeur des Ressources Humaines,
et
Les Organisations Syndicales représentatives au niveau du Groupe Casino représentées par :

pour la CFDT, M. Jean-Louis BOULIN
pour la CFE-CGC, M. Jacky KLINGER
pour la CFTC, M. Michel NONNOTTE
pour la CGT, M. Thierry MENARD
pour le Syndicat Autonome, Mme Christiane BLANCHARD
pour le SNTA-FO, M. Jacques CAZENEUVE

Il a été convenu ce qui suit :

Préambule

Suite aux discussions initiées dès le mois de juin 1996, les partenaires ont émis le souhait, d'une part, de rendre le Plan d'Epargne d'Entreprise plus dynamique et, d'autre part, après avoir mis un terme à la possibilité d'alimenter le Compte Courant Bloqué, de réviser l'accord de participation du 16 septembre 1988 pour proposer une offre diversifiée mieux adaptée aux besoins des salariés épargnants.

Article 1 - Définition du périmètre

A la date du 1er janvier 1998, il s'agit des sociétés suivantes dans lesquelles Casino détient une participation majoritaire :

Casino Guichard-Perrachon SA
24 rue de la Montat
42008 ST ETIENNE CEDEX 2

LES CHAIS BEUCAIROIS
Quai de la Paix
30300 BEUCAIRE

SOCIETE ANONYME DES ABATTOIRS IMPERATOR
Z.I. Route de la Flèche
72300 SABLE SUR SARTHE

CASINO CAFETERIA
24 rue de la Montat
42008 ST ETIENNE CEDEX 2

MAYEX SA
24 rue de la Montat
42008 ST ETIENNE CEDEX

CATEX
Aéroport de St-Etienne
42160 ANDREZIEUX-BOUTHEON

INSTITUT PIERRE GUICHARD
49 rue de la Montat
42100 ST ETIENNE

DYN S.A.
61 avenue Franklin Roosevelt
75008 PARIS

MUTUELLE INTERPROFESSIONNELLE ECONOMIQUE LIGERIENNE (M.I.E.L.)
24 rue de la Montat
42008 ST ETIENNE CEDEX 2

CASINO FRANCE SNC
24 rue de la Montat
42008 ST ETIENNE CEDEX 2

SERCA
24 rue de la Montat
42008 ST ETIENNE CEDEX 2

AUTO-SERVICE S.A.
24 rue de la Montat
42008 ST ETIENNE CEDEX 2

DISTRECO
24 rue de la Montat
42100 ST ETIENNE

MEDIS
Immeuble Médis
ZAC des Cadesteaux
13127 VITROLLES

Toute modification de ce périmètre sera, sur proposition du Directoire, consécutive à la signature d'un avenant à l'article 1 du présent accord.

I - CONSTITUTION ET REPARTITION DE LA RESERVE SPECIALE DE PARTICIPATION

Article 2

En application des articles L 442-1 et suivants du Code du Travail, afin d'assurer une compensation équitable entre les salariés de chacune des sociétés énumérées à l'article 1, il est constitué une réserve spéciale de participation qui est ci-après désignée "la réserve globale"; elle est destinée à recevoir la participation des salariés au titre des exercices ouverts à compter du 1er janvier 1998.

Article 3

Chaque société désignée contribue à la constitution de la réserve globale pour la totalité du montant de sa propre réserve, qui est elle-même calculée d'après les dispositions de l'article L 442-2 du Code du Travail, c'est-à-dire par application de la formule :

$$R.S.P. = \frac{1}{2} [(B - 5 \% C) \times (S / VA)]$$

dans laquelle :
R.S.P. = Réserve Spéciale de Participation
B = Bénéfice net après l'impôt
C = Capitaux propres
S = Salaires versés
VA = Valeur ajoutée

Pour le calcul du montant de la Réserve Spéciale de Participation des salariés :

Les salaires à retenir sont déterminés selon les règles posées à l'article 231 du Code général des impôts, que la Société soit ou non assujettie à la taxe sur les salaires

La valeur ajoutée par la Société est déterminée en faisant le total des postes du compte de résultats énumérés ci-après, pour autant qu'ils concourent à la formation d'un bénéfice réalisé en France métropolitaine et dans les départements d'outre-mer :

- charges de personnel,
- impôts, taxes et versements assimilés, à l'exclusion des taxes sur le chiffre d'affaires,
- charges financières,
- dotations de l'exercice aux amortissements,
- dotations de l'exercice aux provisions, à l'exclusion des dotations figurant dans les
- charges exceptionnelles,
- résultat courant avant impôts.

a) Les capitaux propres comprennent le capital, les primes liées au capital social, les réserves, le report à nouveau, les provisions qui ont supporté l'impôt, ainsi que les provisions réglementées constituées en franchise d'impôts par application d'une disposition particulière du Code Général des Impôts ; leur montant est retenu d'après les valeurs figurant au bilan de clôture de l'exercice au titre duquel la réserve spéciale de participation est calculée. Toutefois, en cas d'augmentation du capital au cours de l'exercice, le montant du capital et des primes liés au capital social est pris en compte prorata temporis.

La réserve spéciale de participation ne figure pas parmi les capitaux propres.

b) Le montant des capitaux propres auxquels s'applique le taux de 5 % est obtenu en retranchant des capitaux propres définis au " a ", ceux qui sont investis à l'étranger.

Le montant de ces derniers est égal au total des postes nets de l'actif correspondant aux établissements situés à l'étranger après application à ce total du rapport des capitaux propres aux capitaux permanents.

Le montant des capitaux permanents est obtenu en ajoutant au montant des capitaux propres définis au " a ", les dettes à plus d'un an autres que celles incluses dans les capitaux propres.

Sur demande de la Société, l'attestation du montant du bénéfice net et des capitaux propres est établie par le commissaire aux comptes. Ces montants ne peuvent être remis en cause.

DISPOSITIONS DEROGATOIRES POUR LA SOCIETE MERE CASINO

Les capitaux propres sont diminués du montant des titres de participation (lesdits montants des titres de participation existant à l'actif du bilan étant préalablement réduits par l'application d'un coefficient réducteur égal au rapport :

capitaux propres / capitaux permanents
appliqué au total desdits titres de participation.

Les capitaux permanents utilisés dans ce rapport s'entendent du total :
des capitaux propres tels que décrits ci-dessus,
des emprunts obligataires,
des emprunts auprès des établissements de crédit,
et des emprunts et dettes financières divers tels que définis dans le plan comptable du Groupe,

à l'exclusion de toute autre rubrique du bilan.

B représente le bénéfice de la Société réalisé en France métropolitaine et dans les départements d'outre-mer, tel qu'il est retenu pour être imposé au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés.

Les dispositions dérogatoires ci-dessus ne pourront avoir pour effet de porter la réserve spéciale de participation à un montant supérieur à un plafond égal au bénéfice net fiscal attesté par l'Administration ~~moins de 5 % des capitaux propres.~~

L'attestation du montant du bénéfice net et des capitaux propres est établie par l'inspecteur des impôts. Ces montants ne peuvent être remis en cause.

Les contestations relatives au montant des salaires et au calcul de la valeur ajoutée sont réglées à l'intérieur de chaque Société par :

- le Comité d'Entreprise ou le Comité Central d'Entreprise, selon la Société
- une commission spécialisée.

En cas d'échec de cette tentative de règlement amiable, elles relèvent des juridictions compétentes en matière d'impôts directs (tribunaux administratifs) qui ne peuvent être saisies que par les signataires du présent accord.

Chaque Société pourra bénéficier des avantages fiscaux prévus à l'article L. 442-8 du Code du Travail, dans la limite de sa contribution à la réserve globale.

II - BENEFICIAIRES - REPARTITION

Article 4 - Détermination des bénéficiaires et modalités de répartition

Chaque Société prendra en charge le montant de la réserve spéciale calculée sur la base de son seul résultat.

La constitution de la réserve globale se fera par le versement à la Société Mère CASINO des participations ainsi calculées, laquelle est expressément mandatée pour exécuter la répartition à toutes les filiales visées à l'article 1, dans la proportion des droits acquis par leurs salariés respectifs. Tous ces mouvements financiers seront effectués par les comptes courants " Sociétés Apparentées ".

Sont bénéficiaires de la répartition de la Réserve Spéciale de Participation les salariés ayant au moins 6 mois d'ancienneté dans une ou plusieurs des Sociétés concernées. (Le changement de société parmi celles-ci n'affecte pas les droits des salariés).

La répartition de la Réserve globale entre les salariés bénéficiaires est effectuée en totalité, proportionnellement au salaire perçu par chacun au cours de l'exercice de référence (tel que défini au point "I" ci-dessus).

Pour les salariés en situation de congés maternité et d'adoption, d'accident du travail ou de maladie professionnelle, les salaires sont reconstitués comme s'ils avaient travaillé normalement et sont pris en compte dans le cadre de la rémunération annuelle.

Le salaire servant de base à la répartition de la RSP est pris en compte pour chaque bénéficiaire dans la limite d'une somme égale à quatre fois le plafond annuel moyen retenu pour la détermination du montant maximum des cotisations de Sécurité Sociale et d'Allocations Familiales.

Par ailleurs, le montant des droits susceptibles d'être attribué à un même salarié ne peut, pour un même exercice, excéder une somme égale à la moitié du plafond annuel moyen de la Sécurité Sociale.

Lorsqu'un salarié bénéficiaire n'a pas accompli une année entière dans les Sociétés du Groupe, les limites ci-dessus (salaires et droits) sont calculées au prorata de la durée de présence.

Ces limites sont identiques pour tous les salariés des Sociétés du Groupe.

Les sommes qui, en raison des règles ci-dessus, n'auraient pu être mises en distribution demeurent dans la Réserve Spéciale de Participation pour être réparties au cours des exercices ultérieurs ; elles ne seront déductibles de l'assiette de l'impôt sur les sociétés qu'au titre des exercices au cours desquels elles seront réparties.

Article 5 - Date d'attribution des droits

Les droits définis à l'article précédent sont attribués à chacun des salariés bénéficiaires au **premier jour du quatrième mois** qui suit la clôture de l'exercice au titre duquel la Réserve Globale est dégagée.

III - GESTION DE LA RESERVE SPECIALE DE PARTICIPATION

Article 6 - Emploi de la Réserve Spéciale de Participation

Chaque Société paie directement aux salariés les sommes leur revenant lorsque celles-ci n'atteignent pas 250 F.

Pour l'affectation des sommes leur revenant, les salariés peuvent choisir chaque année entre les quatre formules de placement suivantes :

Fonds Casino Actionnariat (CASA)
Fonds Casino Dynamique (CASD)
Fonds Casino Régularité (CASR)
Fonds Casino Sécurité (CASS).

L'affectation des participations antérieures

Les participations affectées par les salariés avant la date d'effet du présent accord sont gérées soit en Compte Courant Bloqué, soit dans le cadre du FCP Casino Actionnariat (CASA), suivant le choix exercé par chaque salarié. Par ailleurs, les salariés auront la possibilité de transférer leurs avoirs provenant des participations antérieures et placés en Compte Courant Bloqué ou dans le Fonds Casino Actionnariat (CASA), vers les trois autres Fonds dénommés :

Fonds Casino Dynamique (CASD)
Fonds Casino Régularité (CASR)
Fonds Casino Sécurité (CASS).

L'affectation des participations futures

Les sommes constituant la R.S.P. sont employées, après prélèvement de la CSG et des autres prélèvements ou contributions sociales applicables, à la souscription de parts de Fonds Commun de Placement (FCP), créés et gérés conformément aux articles L 441-3 et suivants du Code du Travail.

Selon le choix des salariés, les sommes provenant des participations à venir seront investies dans les quatre Fonds Communs de Placement suivants :

Fonds Casino Actionnariat (CASA)
Fonds Casino Dynamique (CASD)
Fonds Casino Régularité (CASR)
Fonds Casino Sécurité (CASS).

chaque année lors d'une attribution nouvelle de droits, les salariés auront la possibilité d'opter pour l'un et/ou les autres de ces FCP,

en l'absence de choix expressément formulé par le salarié, ses droits seront par défaut affectés sur un FCP en fonction des orientations proposées par le Conseil de Surveillance en début d'année.

Les salariés auront la possibilité d'effectuer des transferts entre Fonds par courrier deux fois par an : du 1er au 15 juin et du 1er au 15 décembre ou par minitel deux fois par an à leur convenance.

Ces FCP sont gérés par la Société ELYSEES-FONDS, SA à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 6 568 000 F, dont le siège social est à Paris 8e - 15 rue Vernet. L'établissement dépositaire des fonds est le CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE au capital de 1 802 245 925 F, dont le siège social est 103 avenue des Champs Elysées - 75008 PARIS.

Le CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE en tant que Dépositaire est chargé de recueillir les Fonds, de les comptabiliser, d'exécuter tous les ordres d'achat ou de vente de titres qui lui sont transmis par le Gérant, de détenir les titres du portefeuille et d'effectuer sur ces titres toutes les opérations courantes (encaissements de coupons, rachats de parts, etc...).

ELYSEES-FONDS, société de gestion, utilise les fonds selon les modalités prévues par la législation en vigueur et se conforme, d'autre part, aux objectifs définis par le présent accord. De plus, elle assure la tenue des comptes des salariés et établit notamment tous récépissés, relevés individuels, inventaires et décomptes de rachat.

Le choix d'un autre organisme de placement ou d'un ou plusieurs autres emplois de la Réserve Spéciale de Participation peut intervenir ultérieurement d'un commun accord entre les parties aux présentes, dans les conditions prévues par la réglementation alors applicable.

Les sommes constituant la réserve Spéciale de Participation seront versées à ELYSEES-FONDS avant le premier jour du quatrième mois suivant la clôture de l'exercice. Passé ce

délai, chaque société doit compléter les versements prévus par un intérêt de retard calculé au taux de 10 % fixé par l'arrêté ministériel du 17 juillet 1987. Ces intérêts sont versés en même temps que le principal et employés dans les mêmes conditions.

Les frais de tenue de compte des salariés sont à la charge de la Société.

Ces frais cessent d'être à la charge de chaque Société à l'expiration du délai d'un an après le déblocage des derniers droits acquis par les salariés qui l'ont quittée (excepté les retraités et les préretraités). Ces frais incombent dès lors aux porteurs de parts concernés.

Article 7 - Composition de l'actif des FCP

=> Le Fonds Casino d'Actionnariat (CASA) sera investi en :

- Titres cotés de la Société Casino et de toute autre entreprise qui lui est liée au sens de l'article 208-4 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.
- Actions et parts d'OPCVM
- Titres de créance négociables

=> Le Fonds Casino " Dynamique CASD " sera investi en :

- Actions et obligations de sociétés françaises et étrangères
- Actions et parts d'OPCVM
- Titres de créances négociables.

=> Le Fonds Casino " Régularité CASR " sera investi en :

- Actions et obligations de sociétés françaises et étrangères
- Actions et parts d'OPCVM
- Titres de créances négociables.

=> Le Fonds Casino " Sécurité CASS " sera investi en :

- OPCVM
- Titres de créance négociables

Article 8 - Revenus du portefeuille des FCP

Pour permettre aux salariés de bénéficier de l'exonération de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, prévue à l'article 24 de la loi du 25 juillet 1994, les revenus du portefeuille collectif y compris les avoirs fiscaux et crédits sont automatiquement réinvestis dans le FCP avec les mêmes affectations que les capitaux correspondants.

Article 9 - indisponibilité des parts des FCP

Les sommes ou droits acquis par un salarié (exprimés en parts de FCP) ne deviendront exigibles qu'à l'expiration d'un **délai de cinq ans** à compter du 1er jour du quatrième mois qui suit la clôture de l'exercice au titre duquel ils ont été calculés.

L'indisponibilité visée à l'alinéa précédent cesse toutefois lors de la survenance de l'un des événements suivants :

1. Mariage de l'intéressé,
2. Naissance ou arrivée au foyer en vue de son adoption, d'un troisième enfant, puis de chaque enfant suivant,
3. Divorce, lorsque l'intéressé conserve la garde d'au moins un enfant,
4. Invalidité du bénéficiaire ou de son conjoint au sens des 2° et 3° de l'article 341-4 du Code de la Sécurité Sociale,
5. Décès du bénéficiaire ou de son conjoint,
6. Cessation du contrat de travail,
7. Création ou reprise par le bénéficiaire ou son conjoint d'une Entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole, soit à titre individuel, soit sous la forme d'une société à condition d'en exercer le contrôle effectif au sens de l'article 163 quinquies A du Code Général des Impôts, ou installation en vue de l'exercice d'une autre profession non salariée.
8. Acquisition ou agrandissement de la résidence principale emportant création d'une surface habitable nouvelle telle que définie à l'article R 111-2 du Code de la construction et de l'habitation, sous réserve de l'existence d'un permis de construire ou d'une déclaration préalable de travaux,
9. Situation de surendettement du bénéficiaire définie à l'article L 331-2 du Code de la consommation, sur demande adressée à l'organisme gestionnaire des Fonds ou à l'employeur, par le Président de la commission d'examen des situations de surendettement ou le juge lorsqu'il estime que le déblocage des droits favorise la conclusion ou est nécessaire à la bonne exécution d'un plan amiable de règlement ou de redressement judiciaire civil.

Au terme du délai d'indisponibilité de cinq ans, le salarié peut, soit demander le remboursement de ses avoirs, soit les conserver et n'en demander le remboursement que plus tard.

Les demandes de rachats de parts de FCPE sont traitées de façon hebdomadaire sur la valeur liquidative du FCP suivant la date de réception de la demande.

Lorsque ses droits sont devenus exigibles au terme du délai d'indisponibilité (5 ans), le salarié reçoit un avis de mise en disponibilité à la dernière adresse qu'il a indiquée.

Si l'intéressé ne peut être atteint à cette adresse, ses droits continuent à être gérés dans le FCP jusqu'au jour de la prescription trentenaire. Passé cette date, la société de gestion procède à leur liquidation et verse le montant ainsi obtenu au Trésor Public.

En cas de décès du salarié, ses ayants-droit seront informés par la Direction des modalités de liquidation.

Les sommes revenant aux salariés au titre de la participation ne sont pas soumises à l'impôt sur le revenu sauf CSG et CRDS.

Article 10 - Conseil de Surveillance

Les salariés de la Société participant aux FCP d'ELYSEES-FONDS, seront représentés au Conseil de Surveillance desdits FCP selon les modalités prévues par le règlement des FCP.

Ce Conseil de Surveillance est réuni au moins une fois chaque année pour l'examen du rapport de gestion sur les opérations et résultats obtenus pendant l'exercice écoulé.

Il propose, en début d'année, des orientations pour le choix du FCP où sera affectée la participation en cas d'absence de choix du salarié.

DISPOSITIONS DIVERSES

Article 11 - Information des salariés

Information Collective

Le personnel est informé de l'existence et du contenu de l'accord de participation par voie d'affichage sur les emplacements réservés à cet effet dans chaque Société.

Par ailleurs, l'employeur doit présenter à une commission paritaire de suivi de l'accord (dont les modalités de constitution sont prévues à l'article 12) dans les six mois qui suivent la clôture de chaque exercice un rapport.

Ce rapport comporte notamment :

1. les éléments servant de base au calcul du montant de la Réserve globale des salariés pour l'exercice écoulé,
2. des indications précises sur la gestion et l'utilisation des sommes affectées à cette réserve.

En même temps, les éléments généraux ayant servi de base au calcul du montant de la réserve globale sont portés à la connaissance du personnel par voie d'affichage ou de circulaire. Ce rapport sera adressé au C.E. ou au C.C.E. de chacune des sociétés entrant dans le champ d'application du présent accord.

Information individuelle

Toute répartition de RSP entre les membres du personnel donne obligatoirement lieu à la remise à chaque bénéficiaire d'un " relevé individuel " distinct du bulletin de salaire, indiquant :

1. le montant total de la RSP pour l'exercice écoulé,
2. le montant des droits attribués à l'intéressé,
3. le montant des prélèvements sociaux précomptés,
4. l'organisme auquel est confiée la gestion de ces droits,
5. la date à partir de laquelle ces droits seront négociables ou exigibles,
6. les cas dans lesquels ils peuvent être exceptionnellement liquidés ou transférés avant l'expiration de ce délai.

Ce relevé récapitule également les droits déjà attribués et les dates successives de disponibilité de ces droits.

Ce relevé est établi par ELYSEES-FONDS - dont le siège social est à Paris 8e - 15 rue Vernet - qui assure la gestion administrative des comptes des salariés.

Cas du salarié quittant la Société

Lorsqu'un salarié titulaire d'une créance sur la réserve globale, quitte la Société à laquelle il appartient sans faire valoir ses droits à déblocage ou avant que la Société ait été en mesure de liquider à la date de son départ la totalité des droits dont il est titulaire, l'employeur est tenu :

1. de lui remettre une attestation indiquant la nature et le montant de ses droits, ainsi que la ou les date(s) à partir desquelles ceux-ci deviendront exigibles,
2. de lui faire préciser l'adresse à laquelle devront lui être envoyés les avis éventuellement afférents à ces droits et, lors de son échéance, les sommes représentatives de ceux-ci.

La Société s'engage à prendre note de l'adresse du salarié.

En cas de changement de cette adresse, il appartient au bénéficiaire d'en aviser la Société à laquelle il appartenait en temps utile.

Lorsqu'un salarié qui a quitté la Société à laquelle il appartient ne peut plus être atteint à la dernière adresse indiquée par lui, les sommes et droits auxquels il peut prétendre sont tenus à sa disposition par la Société :

1. Pour les avoirs placés en Compte Courant Bloqué.
2. Pour les avoirs en Fonds Commun de Placement : ils sont conservés dans le Fonds. Le salarié pourra le cas échéant en demander le remboursement au gestionnaire jusqu'à l'expiration de la période de prescription trentenaire. A l'expiration de ce délai, l'organisme gestionnaire procède à la liquidation des parts et en verse la contre-valeur en Francs au Trésor Public.

En cas de décès de l'intéressé, il appartient à ses ayants-droit de demander la liquidation de ses droits qui sont devenus immédiatement disponibles.

Rapport annuel de gestion des FCP

Chaque année, dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice du Fonds, ELYSEES-FONDS adresse à chaque membre du Conseil de Surveillance et à la Société le rapport annuel de gestion des FCP. Ce rapport de gestion est tenu à la disposition des salariés auprès de la Société.

Article 12 - Règlement des différends

Les parties s'efforcent de résoudre sur le plan de chaque Société les litiges afférents à l'application du présent accord.

Les contestations qui portent sur le montant des salaires et de la valeur ajoutée pour le calcul de la Réserve Spéciale de Participation sont réglées dans les conditions prévues à l'article 3 du présent accord.

Les contestations dépassant le cadre d'une société ou qui auraient une incidence sur l'équilibre de l'accord seront réglées par une **commission paritaire de suivi de l'accord** constituée d'un représentant de chaque Organisation Syndicale et de deux représentants de la Direction.

Tous les autres litiges relatifs à l'application de l'accord sont la compétence des tribunaux judiciaires ils peuvent faire également objet d'une procédure amiable règlement.

Article 13 - Durée de l'accord

Le présent accord est valable pour une durée indéterminée. Il est ensuite renouvelé d'année en année par tacite reconduction.

Il peut être dénoncé ou modifié par l'une ou l'autre des parties sur demande formulée au moins trois mois avant la fin de l'exercice social en cours. A défaut, elle ne sera recevable que pour l'exercice suivant. La révision est subordonnée à la conclusion d'un nouvel accord ou d'un avenant passé dans les mêmes conditions et avec l'accomplissement des mêmes formalités que le présent accord. Toutefois, pour être applicable à l'exercice en cours, le nouvel accord ou l'avenant doit être conclu avant le dernier jour dudit exercice.

La partie qui dénonce l'accord doit aussitôt notifier cette décision par lettre recommandée avec demande d'avis de réception au Directeur Départemental du Travail et de l'Emploi.

Article 14 - Publicité

Le présent accord est adressé par les soins de la Société par lettre recommandée avec accusé de réception au Directeur Départemental du Travail et de l'Emploi en cinq exemplaires.

Fait à St-Etienne, le 16 mars 1998

Pour la Direction:

- Monsieur Serge BOYER

Pour les Organisations Syndicales :

- C.F.D.T. : Jean-Louis BOULIN
- C.F.E. - C.G.C. : Jacky KLINGER
- C.F.T.C. : Michel NONNOTTE
- C.G.T. : Thierry MENARD
- Synd. Autonome : Christiane BLANCHARD
- S.N.T.A. - F.O. : Jacques CAZENEUVE

**AVENANT DU 15 JUIN 2005 A L'ACCORD DE PARTICIPATION DU
16 MARS 1998 ET SES AVENANTS DES 29 JUIN 2000, 26 JUIN
2001, 7 DECEMBRE 2001, 20 FEVRIER 2002, 19 DECEMBRE
2002, 16 JUIN 2003 ET 3 FEVRIER 2005**

Entre :

La Direction du Groupe Casino, représentée par M. Thierry BOURGERON, Directeur
des Ressources Humaines,

D'une part,

Et

Les organisations syndicales représentatives au niveau du Groupe Casino,
représentées par :

- Pour la CFE-CGC, M. Charles JACOB
- Pour la CFTC, Mme Michèle BONNOT
- Pour la CGT, M. Thierry MENARD
- Pour la Fédération des Services CFDT, M. Jean-Louis BOULIN
- Pour le Syndicat Autonome, M. Serge DURAND
- Pour le SNTA-FO Casino, affilié à la FGTA-FO, M. Jacques CAZENEUVE
- Pour l'UNSA Casino, M. Christian ORIOL

D'autre part,

Il a été convenu ce qui suit :

PREAMBULE

Les sociétés cotées européennes doivent adopter, à compter du 1^{er} janvier 2005, dans leurs comptes consolidés de nouvelles normes internationales, dites IFRS (International Financial Reporting Standards).

Ces nouvelles normes vont permettre de comparer plus facilement les sociétés européennes cotées entre elles, ainsi qu'avec les autres entreprises internationales qui appliqueront ces normes.

Les retraitements comptables nécessités par l'application des nouvelles normes IFRS ont peu d'impact sur le calcul de la participation :

- Un résultat d'exploitation consolidé sensiblement comparable en IFRS au nouvel agrégat qui s'appelle dorénavant « Résultat opérationnel courant ».

Les partenaires sociaux ont souhaité mettre le texte de l'accord de participation du Groupe Casino en conformité avec les nouvelles normes IFRS.

Pour ce faire, les partenaires sociaux se sont rencontrés le 15 juin 2005 et sont convenus des dispositions ci-après.

Par ailleurs, compte tenu du changement de gestionnaire des fonds de la participation, les partenaires sociaux profitent du présent avenant pour mettre à jour l'accord de participation du 16 septembre 1998.

1. AVENANT A L'ARTICLE 1 "DEFINITION DU PERIMETRE"

Il a été décidé d'inclure la Société SMNA dans le périmètre de l'accord de participation du 16 mars 1998.

En conséquence, la liste des sociétés constituant le périmètre de l'accord de participation du 16 mars 1998 et ses avenants des 29 juin 2000, 26 juin 2001, 17 décembre 2001, 20 février 2002, 19 décembre 2002, 16 juin 2003 et 3 février 2005 est mise à jour de la façon suivante :

- Sociétés domiciliées au 24 rue de la Montat - 42008 ST ETIENNE CEDEX 2

Casino Guichard-Perrachon SA
Casino Cafétéria
Mutuelle Interprofessionnelle Economique Ligérienne (M.I.E.L.)
Serca
Komogo
Imagica
Casino Entreprise
Acos
Casino Services

Comacas
L'Immobilière Groupe Casino
Distribution Casino France
Restauration Collective Casino (R2C)
Sudéco
Casino Franchise
Casino Informatique Technology
SMNA

- **Catex**
Aéroport de St-Etienne
42160 ANDREZIEUX BOUTHEON
- **Institut Pierre Guichard**
49 rue de la Montat
42100 ST ETIENNE
- **Easydis**
Immeuble "Le Diamant"
Rond Point Auguste Colonna
42160 ANDREZIEUX BOUTHEON
- **TPLM**
15 rue des Alliés
42100 ST ETIENNE
- **EMC Distribution**
58 - 60 avenue Kléber
75116 PARIS
- **Junichar SA**
La Chapelle de Lacoste
Cressely
78114 MAGNY LES HAMEAUX

2. AVENANT A L'ARTICLE 3 – « CONSTITUTION ET REPARTITION DE LA RESERVE SPECIALE DE PARTICIPATION »

DISPOSITIONS DEROGATOIRES A PARTIR DE L'ANNEE 2004

Les partenaires sociaux sont convenus de prendre comme base de calcul de la réserve globale de participation la somme des résultats opérationnels courants contributifs des sociétés du périmètre comparable (Roc).

Il est décidé de prendre comme référence de base l'évolution de ce résultat opérationnel courant d'une année sur l'autre.

Afin que la formule puisse être applicable sur plusieurs années, il sera également pris en considération dans la formule de calcul le montant de la participation de l'année précédente.

En conséquence, on considérera :

P_n : participation (réserve globale de participation du périmètre) année N

P_{n-1} : participation (réserve globale de participation du périmètre) année N - 1

i : variation du résultat opérationnel courant (somme des résultats opérationnels courants contributifs des sociétés du périmètre comparable) par rapport au résultat opérationnel courant de l'année précédente (Roc / Roc_{n-1})

K : coefficient pondérateur = 50 % pour la tranche correspondant à $i > 5 \%$

Les partenaires sociaux sont convenus de l'application de la formule suivante.

Si l'évolution du résultat opérationnel courant par rapport à l'année précédente (i) est inférieure ou égale à 5 %, la formule suivante sera appliquée pour le calcul de la réserve globale de participation :

$$P_n = P_{n-1} + (P_{n-1} * i)$$

Si i est supérieure à 5 %, la formule suivante sera appliquée pour le calcul de la réserve globale de participation, sans pondération pour les cinq premiers pour cent et une pondération de 50 % pour la tranche supérieure à 5 % :

$$P_n = P_{n-1} + (P_{n-1} * 5 \%) + (P_{n-1} * (i - 5 \%) * K)$$

Pour satisfaire aux contraintes légales qui prévoient que "quelle que soit la formule utilisée, le calcul selon une formule dérogatoire, ne doit pas être inférieur au cumul des réserves légales calculées société par société", un double calcul sera effectué chaque année afin de permettre de vérifier que le calcul de la participation selon la formule légale tel que repris aux dispositions de l'article 3 de l'accord de participation du 16 mars 1998 n'est pas supérieur en valeur absolue au calcul selon les dispositions conventionnelles.

Dans le cas où le montant de la participation calculée selon la formule légale serait supérieur au montant de la participation calculée selon la formule dérogatoire, les partenaires sociaux conviennent d'appliquer pour l'exercice considéré la formule légale.

Conformément à l'accord de participation du 16 mars 1998, les dispositions dérogatoires ci-dessus ne pourront avoir pour effet de porter la réserve spéciale de participation par société à un montant supérieur à un plafond égal au bénéfice net fiscal attesté par l'Administration moins 5 % des capitaux propres.

3. AVENANT A L'ARTICLE 6 – « EMPLOI DE LA RESERVE SPECIALE DE PARTICIPATION »

Le premier paragraphe de cet article est modifié comme suit :

« Chaque Société paie directement aux salariés les sommes leur revenant lorsque celles-ci n'atteignent pas **80 €**. »

Le 2) est modifié comme suit :

« L'affectation des participations »

Les sommes constituant la R.S.P. sont employées, après prélèvement de la CSG et des autres prélèvements ou contributions sociales applicables, à la souscription de parts de Fonds commun de Placement (FCP), créés et gérés conformément aux articles L.441-3 et suivants du Code du Travail.

Selon le choix des salariés, les sommes provenant des participations à venir seront investies dans les quatre Fonds Communs de Placement suivants :

- . Fonds Casino Actionnariat (CASA)
- . Fonds Casino Dynamique (CASD)
- . Fonds Casino Régularité (CASR)
- . Fonds Casino Sécurité (CASS).

Chaque année, lors d'une attribution nouvelle de droits, les salariés auront la possibilité d'opter pour l'un et/ou les autres de ces FCP.

En l'absence de choix expressément formulé par le salarié, ses droits seront par défaut affectés sur un FCP en fonction des orientations proposés par le Conseil de Surveillance en début d'année.

Dans le courant de l'année, les salariés auront la possibilité d'effectuer des transferts entre Fonds par courrier, par minitel ou par internet.

Ces FCP sont gérés par la Société NATEXIS EPARGNE ENTREPRISE, Société Anonyme au capital de 2 038 500 €, dont le siège social est à Paris 12^e, 68 – 76 quai de la Rapée.

L'établissement dépositaire des fonds est NATEXIS BANQUES POPULAIRES, Société Anonyme au capital de 772 095 392 €, dont le siège social est à Paris 7^e, rue St Dominique n° 45.

NATEXIS BANQUES POPULAIRES en tant que Dépositaire est chargé de recueillir les Fonds, de les comptabiliser, d'exécuter tous les ordres d'achat ou de vente de titres qui lui sont transmis par le Gérant, de détenir les titres du portefeuille et d'effectuer sur ces titres toutes les opérations courantes (encaissements de coupons, rachats de parts, etc.).

NATEXIS EPARGNE ENTREPRISE, Société de gestion, utilise les fonds selon les modalités prévues par la législation en vigueur et se conforme, d'autre part, aux objectifs définis par le présent accord. De plus, elle assure la tenue des comptes des salariés et établit notamment tous récépissés, relevés individuels, inventaires et décomptes de rachat.

Le choix d'un autre organisme de placement ou d'un ou plusieurs autres emplois de la Réserve Spéciale de Participation peut intervenir ultérieurement d'un commun accord entre les parties aux présentes, dans les conditions prévues par la réglementation alors applicable.

Les sommes constituant la Réserve Spéciale de Participation seront versées à **NATEXIS EPARGNE ENTREPRISE** avant le premier jour du quatrième mois suivant la clôture de l'exercice. Passé ce délai, chaque société doit compléter les versements prévus par un intérêt de retard calculé au taux de 10 % fixé par l'arrêté ministériel du 17 juillet 1987. Ces intérêts sont versés en même temps que le principal et employés dans les mêmes conditions.

Les frais de tenue de compte des salariés sont à la charge de la Société.

Ces frais cessent d'être à la charge de chaque Société à l'expiration du délai d'un an après le déblocage des derniers droits acquis par les salariés qui l'ont quittée (excepté les retraités et les préretraités). Ces frais incombent dès lors aux porteurs de parts concernés. »

4. AVENANT A L'ARTICLE 9 – « INDISPONIBILITE DES PARTS DES FCP »

Le deuxième paragraphe de cet article est modifié comme suit :

« L'indisponibilité visée à l'alinéa précédent cesse toutefois lors de la survenance de l'un des événements suivants :

- Mariage de l'épargnant
- Conclusion d'un pacte civil de solidarité (PACS) par l'épargnant
- Arrivée au foyer (naissance ou adoption) du troisième enfant et des suivants dès lors que le foyer compte déjà au moins deux enfants à sa charge

- *Divorce, séparation ou dissolution d'un PACS lorsqu'ils sont assortis d'un jugement prévoyant la résidence habituelle unique ou partagée d'au moins un enfant mineur au domicile de l'épargnant*
- *Invalidité de l'épargnant, du conjoint, des enfants de l'épargnant ou de la personne qui lui est liée par un PACS appréciée au sens de 2^e et 3^e catégorie de l'article L.341-4 du Code de la Sécurité Sociale ou dont le taux d'incapacité reconnu par la COTOREP ou la CDES est d'au moins 80 % et qui n'exerce aucune activité professionnelle*
- *Décès de l'épargnant, de son conjoint ou de la personne liée à l'épargnant par un PACS*
- *Cessation du contrat de travail*
- *Création ou reprise par l'épargnant, ses enfants, son conjoint ou la personne liée à l'épargnant par un PACS d'une entreprise individuelle, commerciale, artisanale ou agricole, soit à titre individuel, soit sous la forme d'une société à condition d'en exercer effectivement le contrôle au sens de l'article R.351-43 du Code du Travail*
- *Installation en vue de l'exercice d'une profession non salariée (profession libérale, travailleur indépendant)*
- *Acquisition ou agrandissement de la résidence principale emportant création de surface habitable nouvelle telle que définie à l'article R.111-2 du Code de la Construction et de l'Habitation*
- *Remise en état de la résidence principale endommagée à la suite d'une catastrophe naturelle reconnue par arrêté ministériel*
- *Situation de surendettement de l'épargnant définie à l'article L.331-2 du Code de la Consommation sur demande adressée à l'organisme gestionnaire (ou à l'employeur) par le Président de la Commission de Surendettement des particuliers ou par le juge. »*

5. AVENANT A L'ARTICLE 10 – « CONSEIL DE SURVEILLANCE »

Le premier paragraphe de l'article 10 est modifié comme suit :

*« Les salariés de la Société participant aux FCP de **NATEXIS EPARGNE ENTREPRISE** seront représentés au Conseil de Surveillance desdits FCP selon les modalités prévues par le règlement des FCP. Ce Conseil de Surveillance est réuni au moins une fois chaque année pour l'examen du rapport de gestion sur les opérations et résultats obtenus pendant l'exercice écoulé. »*

ANNEXE 11 : Casino – accord d'intéressement du 1^{er} décembre 2000

ACCORD D'INTERESSEMENT DU 1^{er} DECEMBRE 2000

Entre :

La Direction du Groupe CASINO défini à l'Article 1 ci-après, représentée par M. Christian COUVREUX, agissant ès-qualité de Président du Directoire de CASINO GUICHARD-PERRACHON et ès-qualité de mandataire des Sociétés du Groupe, nommément désignées à l'Article 1 et par M. Thierry BOURGERON, Directeur des Ressources Humaines du Groupe Casino,

d'une part,

et

les Organisations Syndicales représentatives au niveau de la Société CASINO GUICHARD-PERRACHON et agissant ès-qualités de mandataires des syndicats représentatifs de chacune des Sociétés nommément désignées à l'article 1 ci-après représentées par :

- Pour la CFE-CGC, M. Charles JACOB mandaté par son organisation syndicale et dûment habilité à cet effet,
- Pour la CFTC, M. Michel NONNOTTE mandaté par son organisation syndicale et dûment habilité à cet effet,
- Pour la CGT, M. Thierry MENARD mandaté par son organisation syndicale et dûment habilité à cet effet,
- Pour la Fédération des Services CFDT, M. Jean-Louis BOULIN mandaté par son organisation syndicale et dûment habilité à cet effet,
- Pour le Syndicat Autonome, M. Serge DURAND mandaté par son organisation syndicale et dûment habilité à cet effet,
- Pour le SNTA-FO, Mlle Brigitte CHATENIE mandatée par son organisation syndicale et dûment habilitée à cet effet,

d'autre part,

PREAMBULE

Le présent accord est passé dans le cadre des dispositions de la Loi n° 94-640 du 25 juillet 1994 et du décret n° 95-377 du 11 avril 1995.

Cet accord a pour but de réaffirmer le sentiment d'interdépendance qui existe entre le personnel des Sociétés énumérées à l'article 1 du présent accord et d'associer les salariés à un développement collectif de l'Entreprise résultant des performances de chaque établissement. Très attachés à la notion de solidarité, les partenaires, conscients de l'importance de développer avec l'intéressement un moyen de motivation du personnel et d'implication de chacun aux résultats de son établissement, conviennent de la définition d'un intéressement de solidarité dont l'assiette de calcul correspond à celle de ses bénéficiaires. Celui-ci sera calculé sur un résultat d'exploitation consolidé avant intéressement, diminué de la part réservée à la rémunération des capitaux immobilisés consolidés dont les définitions sont précisées à l'article 4.

Les sommes versées individuellement aux salariés du fait de l'application de cet accord bénéficient des caractéristiques suivantes :

- elles n'auront pas le caractère d'élément du salaire pour l'application de la législation du travail ; elles sont donc exonérées de cotisations sociales. Seules sont retenues la C.S.G. et la CRDS.
- les entreprises du périmètre de l'accord seront autorisées à déduire des bases retenues pour l'assiette de l'impôt sur les sociétés les participations individuelles versées à leurs salariés.

En conséquence de quoi, il a été conclu l'accord ci-après :

Article 1 - DEFINITION DU PERIMETRE

Sont concernées les Sociétés ci-après :

- Sociétés domiciliées au 24 rue de la Montat - 42008 ST ETIENNE CEDEX 2
CASINO GUICHARD-PERRACHON S.A.
CASINO CAFETERIA
MUTUELLE INTERPROFESSIONNELLE LIGERIE (MIEL)
SERCA
SUDECO
FLOREAL

SIBA

URANIE

SCI Les Béguines

MEDIS

MARIAULT SAS

NAZAIRDIS

ACOS

COMACAS

DISTRIBUTION CASINO France

CASINO SERVICES

L'IMMOBILIERE GROUPE CASINO

- Sociétés domiciliées au 15 rue des Alliés - 42100 ST ETIENNE :

ADEQUAT IMPORT

HESTIA

THOR

TPLM

EASYDIS

- LES CHAIS BEUCAIROIS
Quai de la Paix
30300 BEUCAIRE
- CATEX
Aéroport de Saint-Etienne
42160 ANDREZIEUX-BOUTHEON
- INSTITUT PIERRE GUICHARD
49 rue de la Montat
42100 SAINT-ETIENNE

Dans le cas d'une modification du périmètre par l'apport d'une société nouvelle, son adhésion s'effectuerait par une proposition du Directoire et par la signature d'un avenant conclu dans les mêmes formes que le présent accord. Elle serait alors incluse dans le périmètre de calcul du présent accord et sous réserve des conditions de l'article 2, les salariés seront considérés comme ayant-droits.

Toute modification du périmètre devra, si cela apparaît nécessaire, préciser les nouvelles règles comptables qui s'appliquent, ceci dans le respect des règles de l'article 12.

En cas de sortie du périmètre de l'une des sociétés bénéficiaires du présent accord, notamment en cas de cession, les salariés de cette société comptant au moins six mois d'ancienneté au moment de la sortie, bénéficieront pour l'exercice de leur sortie dudit périmètre, de l'intéressement tel que défini dans le présent accord au prorata de leur temps de présence dans le Groupe.

Article 2 - BENEFICIAIRES

Est bénéficiaire de l'intéressement l'ensemble des personnes sous contrat de travail de salarié comptant six mois d'ancienneté à la fin de la période de calcul (trimestre ou année selon le type d'intéressement) ou au moment du départ (les éventuels cas particuliers seront gérés comme tels) dans une ou plusieurs sociétés énumérées à l'article 1.

Article 3 - AUTRES BENEFICIAIRES

Compte tenu de la volonté de solidarité exprimée par les partenaires, et afin d'associer étroitement les gérants mandataires à la prospérité de l'Entreprise, il a été convenu que les gérants mandataires seraient également bénéficiaires de l'intéressement de solidarité (I.S.) tel que défini à l'article 4 au même titre que les salariés et aux mêmes conditions de présence.

Article 4 - ASSIETTE ET CALCUL DE L'INTERESSEMENT DE SOLIDARITE (I.S.)

1) Assiette

Il a été convenu de prendre R défini ci-dessous comme assiette de calcul de l'intéressement de solidarité :

R est le résultat d'exploitation consolidé avant intéressement diminué d'une rémunération de 8,5 % des capitaux immobilisés consolidés.

Les capitaux immobilisés consolidés sont égaux aux valeurs nettes comptables des immobilisations corporelles consolidées augmentées des immobilisations incorporelles et des écarts d'acquisition portant sur les sociétés du périmètre défini ci-dessus à l'article 1. Les immobilisations financières sont donc exclues de ces capitaux immobilisés consolidés.

Pour les besoins du calcul, le périmètre de consolidation correspond à celui qui a été défini à l'article 1.

2) Barème de calcul

Si R est égal à 180,65 Millions d'Euros (1 185 Millions de Francs), l'intéressement de solidarité est égal à 25,15 Millions d'Euros (165 Millions).

La part de R comprise entre 180,65 M€ (1 185 MF) et 226,39 M€ (1 485 MF) inclus génère un intéressement de solidarité complémentaire de 3,90 % de cette tranche.

La part de R comprise entre 226,39 M€ (1 485 MF) et 272,12 M€ (1 785 MF) inclus génère un intéressement de solidarité complémentaire de 4 % de cette tranche.

La part de R comprise entre 272,12 M€ (1 785 MF) et 317,86 M€ (2 085 MF) inclus génère un intéressement de solidarité complémentaire de 4,20 % de cette tranche.

La part de R supérieure à 317,86 M€ (2 085 MF) génère un intéressement de solidarité complémentaire de 4,5 % de cette tranche.

Si R est inférieur à 180,65 M€ (1 185 MF) l'intéressement de solidarité sera égal à :

$$\frac{25,15 \text{ M€ (165 MF)} \times R}{180,65 \text{ M€ (1 185 MF)}}$$

Dans tous les cas, la somme de l'intéressement de solidarité, plus les intéressements locaux, sera limitée à 30 % du résultat net après impôt sur les sociétés (part du Groupe) du périmètre défini.

Article 5 - METHODE DE CALCUL DES INTERESSEMENTS LOCAUX DES DIFFERENTS SECTEURS

A - HYPERMARCHES, SUPERMARCHES, SOCIETE NAZAIRDIS

a - Formule de détermination

Pour les hypermarchés, les supermarchés et la Société Nazairdis, le calcul de l'intéressement local est basé sur l'évolution de la création de valeur selon la formule ci-après :

$$\text{Valeur de l'établissement} = \frac{\text{CA} * \text{HT annuel} \times 50 \% + \text{Cash Flow d'Exploitation} ** \times 7}{2}$$

CA hors essence

** Cash flow d'exploitation : contribution après F.A.O. (frais avant ouverture) et hors station + amortissement matériels et locaux (exploitants).

Voir détail de la contribution magasins et définition du cash flow d'exploitation en annexe 1.

b - Conditions de déclenchement

L'intéressement local sera déterminé en fonction de l'évolution de la valeur entre l'année A et l'année A - 1 selon le barème de détermination repris en annexe 2. Un exemple de calcul figure en annexe 3 du présent avenant.

B - CAFETERIAS

a - Formule de détermination

La formule de détermination est identique à celle des hypermarchés et des supermarchés.

b - Conditions de déclenchement

L'intéressement local sera déterminé en fonction de l'évolution de la valeur entre l'année A et l'année A - 1 selon le barème repris en annexe 4.

C - TPLM ET SERCA (vendeurs et démonstrateurs)

Les vendeurs et démonstrateurs SERCA, les salariés TPLM relèvent du barème figurant en annexe 2 appliqué au site où ils se trouvent.

D - PLATEFORME SERCA S.A.V. (à l'exclusion des vendeurs, démonstrateurs et personnel du Siège Social)

L'intéressement local est égal à la moyenne des intéressements locaux (In.L.) des magasins desservis au 31 décembre de l'année considérée par la plate-forme Serca.

E - LES CHAIS BEUCAIROIS

Conditions de déclenchement

Le résultat d'exploitation social (après intéressement) (R.E.) de l'année en cours (A) doit être supérieur en valeur à celui de l'année précédente (A-1)

Résultats d'exploitation social en % du chiffre d'affaires H.T. :

Inférieur à 2 %	In.L. = 0 % MS
De 2,01 % à 3 %	In.L. = 2 % MS
De 3,01 % à 4 %	In.L. = 3 % MS
De 4,01 % à 5 %	In.L. = 4 % MS
De 5,01 % à 6 %	In.L. = 5 % MS
De 6,01 % à 8 %	In.L. = 6 % MS
De 8,01 % à 10 %	In.L. = 7 % MS
Plus de 10 %	In.L. = 8 % MS

F - EASYDIS

Périmètre de résultat

Le résultat d'exploitation retenu est celui de la société Easydis et de ses filiales qui sont à ce jour : HESTIA SNC, RMC SNC.

Conditions de déclenchement

L'intéressement local est divisé en deux parties :

1. Intéressement sur le résultat d'exploitation social (après investissement) de la société Easydis et de ses filiales, appliqué à tout le personnel de la Société et dont les règles sont les suivantes :

Résultat d'exploitation social en pourcentage du chiffre d'affaires hors taxes

% du résultat d'exploitation	% d'intéressement sur la masse salariale
Egal à 2,20	0,32
Compris entre 2,21 et 2,60	0,40
Compris entre 2,61 et 3,00	0,45
Compris entre 3,01 et 3,40	0,50
Compris entre 3,41 et 3,80	0,60
Compris entre 3,81 et 4,20	0,75
Supérieur à 4,21	0,90

2. L'intéressement sur l'évolution du coût de prestations au colis hors transport par rapport à l'année A - 1

- Pour les salariés de chaque entrepôt, en fonction de l'évolution du prix au colis de leur établissement, à périmètre comparable.
- Pour les salariés des services centraux, en fonction de l'évolution du prix au colis de l'ensemble des établissements en y incluant les coûts des services centraux.

% d'évolution du prix du colis de chaque entrepôt ou, pour les services centraux, du prix au colis de l'ensemble "Easydis"	% d'intéressement sur la masse salariale
=	0,15
> 0 à - 1 %	0,25
> - 1 à - 3 %	0,40
> - 3 à - 5 %	0,55
> - 5 à - 7 %	0,70
> - 7 à - 9 %	0,90
> - 9 %	1,00

Le système de calcul du coût de prestations au colis est repris en annexe 5.

G - AMONT MAGASINS ET CAFETERIAS

Sont concernés les services centraux de Distribution Casino France, Casino Cafétéria, Serca, Casino SA, les sociétés Casino Services, Comacas, L'immobilière Groupe Casino, Catex, IPG, Médix, Miel Mutuelle, Acos, Mariault SA, ainsi que les magasins et les cafétérias de moins de deux ans.

Pour les magasins et cafétérias ayant connu une fermeture partielle égale ou supérieure à quatre semaines pleines sur l'une ou l'autre des années de référence du calcul (année A ou année A - 1), une analyse sera faite par les DRH concernés afin d'apprécier au mieux la situation de ces établissements et de déterminer les modalités d'attribution de l'intéressement local.

Conditions de déclenchement

L'intéressement Local magasins doit être $\geq 16\%$ de l'intéressement de Solidarité.

Barème :

Si Intéressement Local Magasins et cafétérias	Intéressement Local Amont égal à
< 16 % de l'Intéressement Solidarité (I.S.)	0 % de l'Intéressement Solidarité
compris entre 16 et 32 % de I.S.	0,80 % de I.S.
compris entre 33 et 48 % de I.S.	1,60 % de I.S.
compris entre 49 et 65 % de I.S.	2,50 % de I.S.
$\geq 65\%$ de I.S.	3,30 % de I.S.

Article 6 - PRINCIPES DE LA REPARTITION

A - INTERESSEMENT DE SOLIDARITE

Le montant de l'intéressement de solidarité (I.S.) est à répartir de la façon suivante :

- 80 % proportionnellement à la rémunération annuelle de chaque bénéficiaire,
- 20 % au prorata du temps de présence à l'effectif de chaque bénéficiaire.

1) Répartition proportionnelle de la rémunération :

La rémunération annuelle est ainsi définie :

a) Personnes sous contrat de travail salarié :

La rémunération à retenir pour chaque bénéficiaire est égale au brut imposable de l'exercice considéré.

Pour les salariés en situation de congé maternité, d'adoption, d'accident de travail et de maladie professionnelle, les salaires sont reconstitués comme s'ils avaient travaillé normalement et sont pris en compte dans le cadre de la rémunération annuelle.

b) Gérants mandataires de supérettes :

La rétribution à retenir pour chaque bénéficiaire est égale au brut imposable de l'exercice considéré.

2) Répartition au prorata du temps de présence à l'effectif :

Le temps de présence à l'effectif pris en compte pour chaque bénéficiaire sera décompté en jours calendaires au cours de la période de référence et ceci, quel que soit le nombre d'heures effectuées au cours de la journée.

Le temps de présence à l'effectif sera décompté en jours calendaires comprenant les absences payées ci-après :

- congés payés (y compris congés de compensation et repos compensateur),
- congés pour événements familiaux (naissance, décès, mariage...),
- congés de formation économique, sociale et syndicale ainsi que les autorisations d'absences prévues pour l'exercice du droit syndical,
- période de suspension du contrat pour maternité ou adoption telle que prévue dans l'article L 122-26 du Code du Travail,
- jours fériés payés,
- jours rémunérés pour veiller son enfant hospitalisé, quand la Convention Collective le prévoit,
- absences pour obligations militaires,
- absences pour formation professionnelle à l'initiative de l'employeur,
- utilisation des heures de délégation,
- absences résultant d'un accident de travail ou maladie professionnelle dans la limite d'un an, autre qu'un accident de trajet,
- congé d'accompagnement (loi n° 99-477 du 9 juin 1999)
- jours de repos "réduction du temps de travail".
- absences des conseillers des salariés et des salariés ayant une mission au Conseil des Prud'hommes.

En raison du décalage de paie existant dans les sociétés du périmètre de l'accord, la rémunération annuelle et le temps de présence à l'effectif seront calculés sur les périodes annuelles allant du 1er décembre au 30 novembre.

3) Versement

L'intéressement calculé comme indiqué ci-dessus est versé en une seule fois à chaque intéressé au plus tard le 10 mai.

Lors du versement de l'intéressement, une fiche distincte du bulletin de paie sera remise à chaque bénéficiaire indiquant :

- le montant de l'intéressement,
- le montant de la part qui lui revient,
- les règles essentielles de calcul et de répartition telles que prévues dans l'accord.

Lorsque le salarié susceptible de bénéficier de l'intéressement quittera l'entreprise avant que celle-ci ait été en mesure de calculer les droits dont il est titulaire, le chef d'établissement ou de service lui demandera l'adresse à laquelle il pourra être avisé de ses droits et lui demandera de l'informer de ses changements d'adresse éventuels.

Lorsque le salarié ne pourra pas être atteint à la dernière adresse indiquée par lui, les sommes auxquelles il peut prétendre seront tenues à sa disposition par l'entreprise conformément à la législation en vigueur.

B - INTERESSEMENT LOCAL

L'intéressement local est réparti en totalité sur la base de la rémunération de chaque salarié.

La rémunération à retenir pour chaque bénéficiaire est égale au tiers du brut imposable du trimestre considéré (hors gratification, prime de développement, prime de performance et prime exceptionnelle).

Pour les salariés en situation de congé maternité, d'adoption, accident de travail et de maladie professionnelle, les salaires sont reconstitués comme s'ils avaient travaillé normalement et sont pris en compte dans le cadre de la rémunération de la période.

L'intéressement local est à répartir entre les seuls bénéficiaires du secteur concerné.

Lorsqu'un salarié a changé de lieu de travail en cours de trimestre à l'intérieur d'une même société, il lui est appliqué le taux d'intéressement local du site dans lequel il est resté le plus longtemps ; les D.R.H. de branche examineront les cas particuliers.

Versement de l'intéressement local

a - Hypermarchés, Supermarchés, Cafétérias, vendeurs et démonstrateurs TPLM et SERCA

Pour l'intéressement local, les dispositions particulières ci-dessous se substituent au principe de répartition de l'intéressement de solidarité.

Le montant correspondant au pré-compte de l'intéressement local est versé trimestriellement et au plus tard les :

- 30 mai
- 15 août
- 15 novembre
- 15 février,

sauf pour les salariés qui auront opté pour le versement des sommes au Plan d'Epargne d'Entreprise tel que prévu aux dispositions de l'article 7 du présent accord.

b. Amont magasins, Cafétérias, Les Chais Beaucairois, Plateforme SERCA

L'intéressement local est versé en une seule fois à chaque intéressé au plus tard le 10 mai.

Article 7 - VERSEMENT A UN PLAN D'EPARGNE

Les salariés présents ou en suspension de contrat (congé post-natal, congé parental d'éducation, congé pour création d'entreprise, congé sabbatique), à la date du versement, ou bien partis en cours d'année, bénéficiaires d'une somme au titre de l'intéressement prévu par le présent accord, auront la possibilité de la verser sur l'un des Fonds Communs de Placement du Plan d'Epargne d'Entreprise.

Article 8 - SUIVI DE L'APPLICATION DE L'ACCORD ET INFORMATION COLLECTIVE

La Direction Générale s'engage à ce qu'au niveau de chaque établissement concerné, chaque trimestre, les résultats de l'intéressement local soient commentés au Comité d'Etablissement ou au Comité Social.

Par ailleurs, conformément à l'article L 441-3 (6°) du Code du Travail, l'application du présent accord sera suivie par une commission spécialisée composée des délégués syndicaux de Groupe ou leurs représentants.

Cette commission se réunit chaque fois qu'il y a lieu à calcul des produits du système d'intéressement ou des répartitions, en vue de recevoir les informations correspondantes, et de vérifier les modalités d'application de l'accord. A cette occasion, elle est mise en mesure de prendre connaissance des éléments ayant servi de base de calcul pendant la période de référence retenue ainsi que de toutes autres pièces dont la communication est prévue à l'accord.

Elle peut demander toute précision et tout document utile pour procéder à des vérifications.

Elle reçoit deux fois par an, en mai et en octobre, des informations d'ordre général portant sur les divers éléments qui ont été ou sont de nature à exercer une incidence sur l'activité et les résultats du périmètre consolidé et notamment :

- Le chiffre d'affaires Hors Taxes du semestre écoulé,
- Le montant du résultat d'exploitation du semestre écoulé,
- Le montant du résultat courant du semestre écoulé,
- L'évolution du montant des contributions.

Ces informations sont communiquées aux membres de la commission au moins huit jours avant la date prévue pour la réunion.

Cette commission peut demander aux représentants de la Direction des explications complémentaires sur l'application de l'accord, formuler tout avis et présenter toute suggestion à ce sujet.

Par ailleurs, cette commission sera informée annuellement des résultats du Groupe.

De plus, il sera créé dans chaque société du périmètre de l'accord une sous-commission spécialisée qui disposera des mêmes informations et facilités que la commission prévue au niveau du Groupe. Chaque fois que possible, il sera recherché une identité de membre avec les commissions économiques des Comités Centraux d'Entreprise ou des Comités d'Entreprise.

Article 9 - INFORMATION INDIVIDUELLE

Conformément à l'article L 441-2 - alinéa 2 - du Code du Travail, les salariés seront informés du texte du présent accord et des motifs qui ont amené à la conclusion de cet accord par des réunions qui seront organisées par la hiérarchie dans tous les services et tous les établissements des sociétés concernées.

Les délégués des organisations syndicales signataires appartenant à l'établissement seront invités à participer à ces réunions.

Le texte intégral de l'accord sera affiché dans chaque établissement afin que chaque salarié puisse en prendre connaissance facilement.

Ce même texte intégral de l'accord sera remis à tout salarié qui en fera la demande auprès de son chef d'établissement ou de service.

Par la suite, dans le cadre du suivi du déroulement de l'accord, les résultats annuels sont arrêtés par la Direction après avoir été communiqués à la commission prévue à l'article 8.

Ils font l'objet d'un rapport commun sur le fonctionnement du système et sur le montant des participations collectives attribuées au personnel.

Ce rapport commun, établi en accord entre la Direction et la commission prévue à l'article 8, mentionne le cas échéant les observations présentées de part et d'autre.

Ce rapport est ensuite diffusé à l'ensemble des organismes de représentation du personnel et, par voie d'affichage, à l'ensemble du personnel.

Il fait l'objet dans chaque établissement de réunions organisées par la hiérarchie.

Article 10 - REGLEMENT DES LITIGES

Les litiges pouvant survenir à l'occasion de l'application du présent accord se régleront si possible à l'amiable, après entente des parties et avis de la commission prévue à l'article 8 qui pourra s'adjoindre tout expert de son choix. A défaut, les parties concernées pourront saisir la juridiction compétente.

Article 11 - REVISION DES REGLES DE L'INTERESSEMENT LOCAL

Les signataires conviennent du principe d'une rencontre au début de chaque année afin d'étudier l'éventuelle révision des modalités de l'intéressement local.

Dans l'éventualité d'un nouvel accord entre les parties, un avenant sera conclu et déposé à la Direction Départementale du Travail et de l'Emploi.

Article 12 - DUREE - RECONDUCTION - MODIFICATION - DENONCIATION

Cet accord est établi pour une durée de 3 ans, c'est-à-dire pour les exercices 2001, 2002 et 2003.

A l'expiration de cette période, les partenaires sociaux se réuniront afin de juger de l'opportunité du renouvellement du système sous la même forme, ou sous une forme différente, ou de son abandon.

Conformément aux textes en vigueur, en cas de modification de la situation juridique de l'entreprise, notamment par fusion, cession ou scission, l'accord cessera de produire effet, son application étant de fait rendue impossible. Dans ce cas, les partenaires conviennent d'un délai de 6 mois pour négocier un nouvel accord.

Les signataires conviennent en outre qu'en cas de modification des règles comptables (générales ou analytiques) de l'entreprise ayant des incidences sur les résultats globaux du périmètre retenu et sur la comparabilité par rapport à l'année précédente des résultats par établissement, il sera procédé à une modification de l'accord par avenant conclu selon les formes légales.

La dénonciation du présent accord ne pourra intervenir qu'en application des textes en vigueur.

Article 13 - FORMALITES

Le présent avenant sera déposé conformément aux dispositions légales par lettre recommandée avec accusé de réception à l'initiative de la Direction.

ANNEXE 1

CALCUL DE LA CONTRIBUTION « MAGASINS »

	CHIFFRE D'AFFAIRES H.T. (1)
-	Coût d'achat des marchandises vendues
=	Marge théorique (1)
-	Comptes de gestion
=	Marge réelle (1)
-	Coûts Logistiques
+	Participations fournisseurs
=	Marge commerciale (1)
-	Frais de personnel
-	Frais d'exploitation
-	Frais de publicité
-	Coûts d'occupation
-	Frais avant ouverture
=	<u>CONTRIBUTION MAGASINS (1)</u>

(1) Hors station service.

CASH FLOW DIT « D'EXPLOITATION » (avant impôts)

=	Contribution magasins
+	Dotation aux amortissements matériel et locaux (exploitant)

Pour les établissements pour lesquels l'Intéressement Local est calculé trimestriellement, une information sera faite au Comité d'Etablissement ou au Comité Social.

ANNEXE 12 : Casino – Règlement du Plan d'Epargne Entreprise du 16 mars 1998

Règlement du plan d'épargne d'entreprise Casino

Entre :

La Direction représentée par Monsieur Serge BOYER, Directeur des Ressources Humaines,

et

Les Organisations Syndicales représentatives au niveau du Groupe Casino représentées par :

pour la CFDT, M. Jean-Louis BOULIN

- pour la CFE-CGC, M. Jacky KLINGER
- pour la CFTC, M. Michel NONNOTTE
- pour la CGT, M. Thierry MENARD
- pour le Syndicat Autonome, Mme Christiane BLANCHARD
- pour le SNTA-FO, M. Jacques CAZENEUVE

Il a été convenu ce qui suit :

Article 1er - Préambule

Le présent Plan d'Epargne d'Entreprise est conclu dans le cadre des dispositions des articles L 443.1 et suivants du Code du Travail et des textes y afférents.

Le règlement détermine les conditions d'utilisation du Plan d'Epargne d'Entreprise pour les participants et fixe la nature et les modalités de gestion de leurs droits.

Ce règlement annule et remplace celui en date du 1er janvier 1987.

Article 2 - Objet du Plan d'Epargne d'Entreprise

Le Plan d'Epargne a pour objet de favoriser la formation d'une épargne nouvelle de la part du personnel de l'Entreprise et de lui donner la possibilité, avec l'aide de celle-ci, de participer à la constitution d'un portefeuille collectif de valeurs mobilières au sein de Fonds Communs de Placement.

Article 3 - Durée du Plan d'Epargne d'Entreprise

Le Plan d'Epargne d'Entreprise qui prend effet le 1er avril 1998 est institué pour une durée d'un an et est renouvelable par tacite reconduction. Il peut être dénoncé ou modifié à tout moment. La dénonciation ou les modifications sont constatées selon la même procédure que la conclusion du plan. Sa cessation ne peut intervenir qu'au dernier jour de l'exercice en cours.

Article 4 - Participants

Le Plan d'Epargne est ouvert à tout salarié des Sociétés du Groupe tel que défini dans l'accord de participation dès lors qu'il compte au moins 3 mois d'ancienneté dans le Groupe.

Les retraités et les préretraités peuvent continuer à effectuer des versements au Plan d'Epargne d'Entreprise sous réserve d'avoir effectué au moins un versement au dit plan avant leur départ et de ne pas avoir demandé le déblocage de la totalité de leurs avoirs lors de la cessation du contrat de travail.

Article 5 - Alimentation du Plan d'Epargne d'Entreprise

Le Plan d'Epargne d'Entreprise est alimenté par :

- Les sommes provenant de la participation
- Le transfert des sommes provenant du Compte Courant Bloqué dans les deux mois qui suivent le terme de la période d'indisponibilité
- Le transfert des avoirs indisponibles provenant du Compte Courant Bloqué
- Le versement des sommes attribuées aux salariés au titre de l'intéressement
- Les versements volontaires des salariés.

L'ensemble des sommes versées par le salarié, versements volontaires (intéressement, autres...), ne peut excéder le quart de sa rémunération annuelle brute.

Ces versements ne peuvent être inférieurs à 250 F.

- L'abondement de l'Entreprise

L'Entreprise prend en charge, à titre d'abondement, la totalité des droits d'entrée prévus par le Règlement du Fonds Commun de Placement.

En outre, les partenaires s'engagent à définir annuellement le niveau de l'abondement qui sera versé en cours d'année par l'entreprise et d'en définir les modalités (barème, proportionnalité, plafond, période de versement...).

En tout état de cause, le montant global de l'abondement versé ne pourra dépasser les limites légales en vigueur (actuellement 15 000 F par an et par salarié, ou 22 500 F en cas d'acquisition d'actions ou de certificats d'investissement émis par la Société, sans pouvoir excéder le triple de la contribution du bénéficiaire).

Pour le salarié, l'abondement est exonéré de l'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux (sauf CSG et CRDS).

Article 6 - Charges du Plan d'Epargne d'Entreprise

Les sommes versées par elle en application du Plan d'Epargne d'Entreprise sont déduites de son bénéfice pour l'assiette de l'impôt sur les Sociétés. Elles ne sont pas assujetties à la taxe sur les salaires prévue à l'article 231 du Code général des Impôts et ne sont pas prises en considération pour l'application de la Législation du travail et de la Sécurité Sociale.

Selon l'instruction du 29 novembre 1996, l'intéressement versé dans le Plan d'Epargne d'Entreprise et donc exonéré d'impôt sur le revenu, n'est pas soumis à la taxe professionnelle.

Article 7 - Emploi des sommes alimentant le Plan d'Epargne d'Entreprise

Toutes les sommes alimentant le plan conformément à l'article 5 sont employées, après prélèvement de la CSG et des autres prélèvements ou contributions sociales applicables, à la souscription de parts de Fonds Communs de Placement (FCP), créés et gérés conformément aux articles L 441.3 et suivants du Code du Travail.

Un Fonds Commun de Placement est un portefeuille de valeurs mobilières et de sommes placées à court terme ou à vue, détenu en copropriété par les salariés. Les droits des salariés sont exprimés en parts représentant chacune une fraction identique des avoirs constituant le FCP.

Selon le choix des salariés, les sommes provenant du Plan d'Epargne d'Entreprise seront investies dans les quatre Fonds Communs de Placement suivants :

- Fonds Casino Actionnariat (CASA)
- Fonds Casino Dynamique (CASD)
- Fonds Casino Régularité (CASR)
- Fonds Casino Sécurité (CASS).

Chaque année lors d'une attribution nouvelle de droits, les salariés auront la possibilité d'opter pour l'un et/ou les autres de ces FCP.

Les salariés auront également la possibilité d'effectuer des transferts entre fonds :

- par courrier, deux fois par an, du 1er au 15 juin et du 1er au 15 décembre
- par minitel, deux fois par an à leur convenance.

Ces FCP sont gérés par la Société ELYSEES-FONDS, SA à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de F 6 568 000, dont le Siège Social est à Paris 8e - 15 rue Vernet. L'Etablissement dépositaire des fonds est le CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE au capital de F 1 802 245 925, dont le Siège Social est 103 avenue des Champs Elysées - 75008 Paris.

Un règlement de Fonds Commun de Placement précise entre autres les règles de fonctionnement, l'objectif de gestion et la composition du portefeuille.

➡ Les frais de tenue de compte des salariés sont à la charge de la Société.

Ces frais cessent d'être à la charge de la Société à l'expiration du délai d'un an après l'attribution des derniers droits acquis par les salariés qui l'ont quittée (excepté les retraités et les préretraités). Ces frais incombent dès lors aux porteurs de parts concernés.

Article 8 - Composition de l'actif des FCP

=> Le Fonds Casino d'Actionnariat (CASA) sera investi en :

- Titres cotés de la Société Casino et de toute autre entreprise qui lui est liée au sens de l'article 208-4 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966.
- Actions et parts d'OPCVM
- Titres de créance négociables

=> Le Fonds Casino " Dynamique CASD " sera investi en :

- Actions et obligations de sociétés françaises et étrangères
- Actions et parts d'OPCVM
- Titres de créances négociables

=> Le Fonds Casino " Régularité CASR " sera investi en :

- Actions et obligations de sociétés françaises et étrangères
- Actions et parts d'OPCVM
- Titres de créances négociables

=> Le Fonds Casino " Sécurité CASS " sera investi en :

- OPCVM monétaires
- Titres de créance négociables

Article 9 - Affectation des revenus

Pour permettre aux salariés de bénéficier de l'exonération de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, les revenus du portefeuille collectif sont automatiquement réinvestis dans le FCP avec les mêmes affectations que les capitaux correspondants.

Article 10 - Conseil de Surveillance

Les salariés des Sociétés du Groupe, participant aux FCP gérés par ELYSEES-FONDS, seront représentés au Conseil de Surveillance desdits FCP selon les modalités prévues par le règlement. Ce Conseil de Surveillance est réuni au moins une fois chaque année pour l'examen du rapport sur les opérations et résultats obtenus pendant l'exercice écoulé.

Article 11 - Modalités de versement

- de l'intéressement des salariés :

Les sommes attribuées au salarié au titre de l'intéressement doivent être versées, par la Société, au PEE dans un délai maximum de 15 jours à compter de la date à laquelle elles ont été payées.

- des versements volontaires :

Ceux-ci pourront s'effectuer trimestriellement.

- de l'abondement de l'entreprise :

Conformément à l'article 5, les modalités de versement seront discutées avec les partenaires sociaux au cours du premier trimestre de chaque année.

Article 12 - Indisponibilité des parts des FCP

Les droits acquis par un salarié, exprimés en parts de FCP, ne deviendront disponibles qu'à l'expiration d'un délai de cinq ans à compter du 1er jour du quatrième mois qui suit la clôture de l'exercice au titre duquel ils ont été calculés.

Les adhérents ou leurs ayants-droit, selon le cas, peuvent cependant obtenir le remboursement de leurs avoirs avant l'expiration du délai d'indisponibilité de 5 ans dans les cas suivants :

- Mariage de l'intéressé,
- Naissance ou arrivée au foyer en vue de son adoption, d'un troisième enfant, puis de chaque enfant suivant,
- Divorce, lorsque l'intéressé conserve la garde d'au moins un enfant,
- Invalidité du bénéficiaire ou de son conjoint au sens des 2° et 3° de l'article L 341-4 du Code de la Sécurité Sociale,
- Décès du bénéficiaire ou de son conjoint,
- Cessation du contrat de travail,
- Création ou reprise par le bénéficiaire ou son conjoint d'une Entreprise industrielle, commerciale, artisanale ou agricole, soit à titre individuel, soit sous la forme d'une société à condition d'en exercer le contrôle effectif au sens de l'article 163 quinquies A du Code Général des Impôts, ou installation en vue de l'exercice d'une autre profession non salariée,
- Acquisition ou agrandissement de la résidence principale emportant création d'une surface habitable nouvelle telle que définie à l'article R 111-2 du Code de la construction et de l'habitation, sous réserve de l'existence d'un permis de construire ou d'une déclaration préalable de travaux,
- Situation de surendettement du bénéficiaire définie à l'article L 331-2 du Code de la consommation, sur demande adressée à l'organisme gestionnaire des Fonds ou à l'employeur, par le Président de la commission d'examen des situations de surendettement ou le juge lorsqu'il estime que le déblocage des droits favorise la conclusion ou est nécessaire à la bonne exécution d'un plan amiable de règlement ou de redressement judiciaire civil.

A l'issue du délai d'indisponibilité de cinq ans, le salarié peut, soit demander le rachat de ses parts, soit les conserver et n'en demander le remboursement que plus tard.

Les rachats de parts devenues disponibles à l'expiration du délai légal de blocage de 5 ans ou par suite de déblocage anticipé, conformément aux dispositions du présent article, peuvent être opérés tous les lundis. En cas de fermeture de la Bourse le lundi, les rachats sont reportés au mardi.

Lorsque ses droits sont devenus exigibles au terme de la cinquième année d'indisponibilité, le salarié reçoit un avis de mise en disponibilité à la dernière adresse qu'il a indiquée.

Si l'intéressé ne peut être atteint à cette adresse, ses droits continuent à être gérés dans le FCP jusqu'au jour de la prescription trentenaire. Passé cette date, la société de gestion procède à leur liquidation et verse le montant ainsi obtenu au Trésor Public.

En cas de décès du salarié, il appartient à ses ayants-droit d'en demander la liquidation.

Article 13 - Information des salariés

- **Information collective**

Le personnel est informé de l'existence et du contenu du PEE par voie d'affichage sur les emplacements réservés à cet effet dans la Société.

- **Information individuelle**

Lors de chaque opération (souscription ou rachat), un relevé nominatif indiquant le nombre de parts acquises (ou rachetées), l'avoir total ventilé par année de disponibilité, le montant des prélèvements (CSG, CRDS, prélèvement social), le prix de souscription (ou la valeur de rachat) est remis au participant. Celui-ci reçoit au moins une fois par an un relevé lui rappelant sa situation, la date de disponibilité des avoirs dont il est titulaire et les cas dans lesquels ses avoirs deviennent exceptionnellement disponibles.

Ce relevé est établi par ELYSEES-FONDS qui assure la gestion administrative des comptes des salariés.

- **Cas du salarié quittant la Société**

Les salariés qui restent propriétaires de parts après leur départ de l'Entreprise continueront à recevoir directement du dépositaire les relevés et rapports prévus. Les demandes de rachat de parts seront adressées au dépositaire. Les versements correspondant aux demandes de rachat seront effectués par le dépositaire.

- **Rapport annuel de gestion des FCP**

Chaque année, dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice, ELYSEES-FONDS, gestionnaire des FCP, adresse à chaque membre du Conseil de Surveillance et à la Société le rapport annuel de gestion des FCP. Ce rapport de gestion est tenu à la disposition des salariés auprès de la Société.

Fait à St-Etienne, le 16 mars 1998

Pour la Direction:

- Monsieur Serge BOYER

Pour les Organisations Syndicales :

- C.F.D.T. : Jean-Louis BOULIN
- C.F.E. - C.G.C. : Jacky KLINGER
- C.F.T.C. : Michel NONNOTTE
- C.G.T. : Thierry MENARD
- Synd. Autonome : Christiane BLANCHARD
- S.N.T.A. - F.O. : Jacques CAZENEUVE

Table des figures

Figure I-1 : proportion des salariés ayant accès à un dispositif d'épargne salariale en 2004 (en % du nombre de salariés).....	79
Figure I-2 : Montants et affectation de l'épargne salariale en 2004.....	88
Figure II-1 : Evolution des indicateurs financiers utilisés par les entreprises.....	105
Figure II-2 : Niveau de comptabilisation des éléments de rémunération des salariés par rapport aux soldes intermédiaires de gestion du compte de résultat (PCG)	128
Figure II-3 : impact d'une augmentation générale de salaire sur l'évolution de la masse salariale	139
Figure II-4 : impact de la distribution d'une prime d'intéressement sur l'évolution de la masse salariale.....	141
Figure II-5 : impact de la distribution d'une prime d'intéressement sur l'évolution de la masse salariale.....	142
Figure II-6 : Schéma du tableau de flux de trésorerie	148
Figure IV-1 : taux de détention du capital des entreprises françaises cotées par des non résidents	250
Figure IV-2 : Evolution de la participation, de l'intéressement et de l'abondement versés par la Société Générale (en millions d'€).....	274
Figure IV-3 : Organisation de l'épargne salariale au sein de la Société Générale (1998-2006) ..	282
Figure IV-4 : Architecture de l'épargne salariale dans les filiales du Groupe Société Générale	284
Figure IV-5 : Organisation de l'épargne salariale au sein du groupe SG (1999 à 2005)	286
Figure IV-6: Evolution des montants de participation et d'intéressement versés au sein du groupe Casino (en millions d'euros)	296
Figure IV-7 : Evolution des montants versés au titre de l'intéressement et de la participation (en millions d'euros – échelle de gauche) et de leur poids dans la masse salariale non chargée (en % – échelle de droite)	301
Figure IV-8 : Organisation de l'épargne salariale du groupe Casino (1987 – 1998)	302
Figure IV-9 : Organisation de l'épargne salariale du groupe Casino (1998– 2005)	304
Figure IV-10 : Organisation de l'épargne salariale du groupe Casino (depuis 2005).....	306
Figure IV-11 : Organisation capitalistique du contrôle de la société Casino.....	311
Figure IV-12 : Evolution du montant total des dividendes distribués par le groupe Casino	313

Table des tableaux

Tableau I-1 : Salariés couverts par des dispositifs d'épargne salariale (en milliers)	78
Tableau I-2 : Montants de l'épargne salariale (en €)	80
Tableau I-3 : Evolution du plafond d'abondement des versements d'un salarié sur le PEE	83
Tableau I-4 : Affectation des primes d'intéressement sur un plan d'épargne salariale dans les accords signés en 2003 (en %).	84
Tableau I-5 : Affectation des primes d'intéressement (en %).	84
Tableau I-6 : Affectation des flux annuels de la RSP (en %)	84
Tableau I-7 : mode de gestion des PEE* en 2003 (en %)	86
Tableau I-8 : cas de déblocage anticipé des dispositifs d'épargne salariale	94
Tableau II-1 : différentiel de rendement pour l'entreprise d'une augmentation salariale ou de divers dispositifs d'épargne salariale	131
Tableau III-1 : Répartition des accords d'intéressement signés en 2003 selon la périodicité des versements (en %)	178
Tableau III-2 : Répartition des accords d'intéressement signés en 2003 selon le nombre de versements (En %)	179
Tableau III-3 : Tableau récapitulatif des effets attendus des différents dispositifs d'épargne salariale sur la trésorerie de l'entreprise.....	189
Tableau III-4 : Contributions des variables aux axes factoriels (année 2000)	203
Tableau III-5 : Evolution de la part du BFR dans le total des emplois	210
Tableau III-6 : Evolution des émissions de titres de capital des entreprises cotées en France (Euronext) – Montants en millions d'euros.....	220
Tableau III-7 : Emissions et des rachats d'actions sur Euronext Paris	221
Tableau III-8 : Rachats d'actions et versements de dividendes des sociétés du CAC 40	222
Tableau IV-1 : Facteurs d'évolution du salaire à la Société Générale	273
Tableau IV-2 : Evolution de la masse salariale, de la rémunération financière et de l'abondement au sein de la Société Générale (en millions d'€).....	273
Tableau IV-3 : Récapitulatif de la contribution des opérations à la variation du capital social de la Société Générale.....	280
Tableau IV-4 : Origine des versements des salariés souscrivant aux augmentations de capital.....	287
Tableau IV-5 : Part du capital de la Société Générale détenue par les salariés	288

Tableau IV-6 : Répartition du capital et des droits de vote de la société Générale au 31/12/2006	289
Tableau IV-7 : barème de calcul de l'intéressement de solidarité	299
Tableau IV-8 : Part des salariés du groupe couverts par un accord de partage des profits selon les zones géographiques	300
Tableau IV-9 : Evolution de la part du capital de la Société Casino détenue par les salariés (via PEE et FCPE).....	308
Tableau IV-10 : Evolution de l'actionnariat du groupe Casino (en % du capital).....	310
Tableau IV-11 : Actionnariat de la société Casino (janvier 2007).....	312

Table des graphiques

Graphique I-1 : répartition des encours des FCPE (en %)	86
graphique II-1 : Evolution du ROE	110
Graphique III-1 : Résultats ACM pour l'année 2000 (SPSS)	205
Graphique III-2 : Part des entreprises industrielles rencontrant des difficultés de trésorerie	211
Graphique III-3 : Evolution du financement des entreprises françaises.	215
Graphique III-4: Encours des OPCVM d'épargne salariale (en milliards d'€).....	217
Graphique III-5 : répartition des encours des FCPE	218
Graphique III-6 : France - levées de capitaux nettes des annulations de titres par les sociétés non financières sur les marchés d'actions (en milliards d'euros)	224
Graphique IV-1 : Evolution des dividendes, du BNPA et du taux de distribution de l'action Société Générale.....	292

Table des matières

SOMMAIRE	5
INTRODUCTION GENERALE	8
PREMIERE PARTIE : L'EPARGNE SALARIALE UNE LOGIQUE DE REDISTRIBUTION ET UNE GESTION DES FLUX FAVORABLE A LA VALEUR ACTIONNARIALE	23
CHAPITRE I - L' EPARGNE SALARIALE : UNE LOGIQUE DE REDISTRIBUTION PLUS QUE D'INCITATION.....	25
SECTION 1 - L'EPARGNE SALARIALE, INCITATION CONTROVERSEE A LA VALEUR ACTIONNARIALE	26
<i>Sous-section 1.1 - Quelles incitations salariales ? hiérarchie, droit de propriété</i>	<i>26</i>
1.1.1 - L'épargne salariale : des rémunérations collectives variables et différées.	27
1.1.2 - L'incomplétude du contrat de travail source de comportements opportunistes du salarié	29
A) L'incomplétude contractuelle inhérente à la relation salariale.....	30
B) Anti-sélection et aléa moral source d'opportunisme du salarié	30
C) Opportunisme et risque de <i>hold-up</i>	32
1.1.3 - Le contrôle et la rémunération fixe comme solution à l'opportunisme du salarié.....	33
A) L'autorité comme réponse à l'incertitude	34
B) Le contrôle par l'asymétrie des droits de propriété.....	35
(a) Le contrôle lié à l'allocation des droits de propriété.....	35
(b) L'allocation optimale des droits résiduels de contrôle.....	36
C) La hiérarchie comme réponse au risque d'opportunisme.....	37
D) Une rémunération fixe en échange du contrôle.....	39
1.1.4 - la théorie de l'agence : l'incitation par la rémunération variable individualisée ...	39
<i>Sous-section 1.2 - Les théories de la valeur actionnariale : l'épargne salariale, source de désincitation 42</i>	<i>42</i>
1.2.1 - Une incitation contradictoire avec les incitations liées aux droits résiduels.....	42
1.2.2 - Une incitation collective inefficace	43
1.2.3 - L'actionnariat salarié : source de divergences d'intérêt dans le contrôle de la firme	45
1.2.4 - Un système purement redistributif sans effet incitatif	46
<i>Sous-section 1.3 - L'incitation à la coopération de l'épargne salariale</i>	<i>47</i>
1.3.1 - L'inobservabilité des outputs : la mise en échec des incitations individuelles.....	48
1.3.2 - L'épargne salariale comme incitation au contrôle mutuel et à la coopération des salariés.....	49
A) Les comportements coopératifs : une réponse au problème du passager clandestin.....	49
B) L'incitation au contrôle mutuel	51
1.3.3 - Une incitation à l'auto sélection des salariés les plus productifs.....	53
1.3.4 - Fidéliser les salariés pour les inciter à investir en capital humain.....	56
A) Réduire le turnover.....	56
B) ...Inciter les salariés à investir en capital humain.....	58
1.3.5 - Un impact ambigu sur la productivité des salariés	61

1.3.6 - Derrière le débat sur les incitations : valeur actionnariale Vs valeur partenariale ?	62
A) Une remise en cause radicale de la valeur actionnariale.....	63
B) ...Ou un nouveau moyen de la garantir ?.....	64
SECTION 2 - L'ÉPARGNE SALARIALE, UNE LOGIQUE FINANCIERE ET REDISTRIBUTIVE.	66
<i>Sous-section 2.1 - Un développement soutenu par les pouvoirs publics</i>	<i>67</i>
2.1.1 - L'épargne salariale : quelles frontières ?	67
2.1.2 - L'institution de l'épargne salariale en France : la Loi et la négociation collective.....	68
A) Des dispositifs créés et encouragés par les pouvoirs publics	69
B) Une négociation collective centrale mais contrôlée par l'administration.	70
2.1.3 - Des dispositifs français spécifiques	73
A) L'intéressement : un dispositif flexible de partage des profits.....	73
B) La participation : le dispositif légal de partage des profits différé.....	75
C) Les Plans d'épargne entreprise.....	76
D) Les Plans et Fonds d'actionnariat salarié	77
2.1.4 - Un développement soutenu, tiré par l'intéressement et l'épargne en entreprise ...	78
<i>Sous-section 2.2 - Une épargne salariale intégrée autour de dispositifs financiers.....</i>	<i>81</i>
2.2.1 - Dès l'origine, un lien direct entre partage des profits et actionnariat	81
2.2.2 - L'intermédiation croissante des Plans d'Epargne Salariale.....	82
2.2.3 - Les PEE et les FCPE supports de l'actionnariat salarié.....	85
2.2.4 - Une intégration qui privilégie la logique financière	87
<i>Sous-section 2.3 - L'affirmation d'une logique redistributive</i>	<i>89</i>
2.3.1 - L'affirmation d'une logique de placement financier	89
2.3.2 - L'épargne en entreprise limitée par les droits des salariés épargnants	91
A) les placements diversifiés : la sécurisation des rendements	91
B) Le livret d'épargne salariale : l'entreprise simple pourvoyeuse de placement financier ?.....	92
C) Le blocage de l'épargne salariale : une exception ?.....	93
2.3.3 - Une logique de redistribution affirmée	95
A) Les déblocages exceptionnels pour soutenir la consommation.....	95
B) Les primes exceptionnelles : une politique de redistribution	96
2.3.4 - Un objectif de redistribution dans un cadre financiarisé	97
CHAPITRE II - L'ÉPARGNE SALARIALE AU SERVICE DE LA CREATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE.....	100
SECTION 1 - L'ÉPARGNE SALARIALE FAVORISE LA MODERATION SALARIALE DANS LE CADRE DE LA VALEUR ACTIONNARIALE	101
<i>Sous-section 1.1 - La modération salariale, conséquence de la création de valeur pour l'actionnaire</i>	<i>101</i>
1.1.1 - La valeur actionnariale : soumettre les firmes aux intérêts d s investisseurs.....	102
A) Le retour de l'actionnaire	102
B) La création de valeur pour l'actionnaire : un principe, plusieurs indicateurs .	103
C) L'évaluation de la firme par les investisseurs : l'importance du coût du capital	105
1.1.2 - Du Medaf à L'EVA : vers un « revenu actionnarial minimum garanti »	107
1.1.3 - Valeur actionnariale et gestion des firmes : la masse salariale sous pression	109
A) La création de valeur : une exigence	110
B) La rationalisation et la réduction des coûts	110
C) La réduction des capitaux engagés	112
1.1.4 - La modération salariale au carrefour des stratégies de création de valeur.	113

A)	La réduction de la masse salariale	113
B)	Flexibilité de la masse salariale.....	114
<i>Sous-section 1.2 - L'épargne salariale : maîtriser la masse salariale pour accroître les résultats financiers de la firme.....</i>		<i>115</i>
1.2.1 -	L'épargne salariale, source d'amélioration des résultats financiers de la firme ..	116
A)	Théoriquement l'épargne salariale à un impact ambigu sur le profit.....	117
B)	... Mais des effets plutôt positifs sur la rentabilité à court terme	119
(a)	Un Effet parfois neutre ou négatif sur la profitabilité	119
(b)	Mais le plus souvent un impact positif.....	120
C)	... et la stabilisation des profits à moyen terme	122
(a)	Un effet positif sur la profitabilité, certes, mais de courte durée	122
(b)	Une stabilisation des profits	122
1.2.2 -	Les profits avant les salaires.	124
A)	Une rémunération cohérente avec le régime de croissance financiarisé	124
B)	Du partage de la valeur ajoutée au partage des profits : Une nouvelle répartition macro-économique	126
C)	Implications comptables au niveau de l'entreprise : du PCG à l'IAS.....	127
1.2.3 -	Le statut socio-fiscal de l'épargne salariale remet en cause le salaire socialisé. .	129
A)	Une rémunération exonérée de la plupart des charges salariales	129
B)	Une politique d'exonération discutable.....	131
C)	Une remise en cause du salaire socialisé.....	134
D)	Une stratégie de baisse du coût du travail	136
1.2.4 -	L'effet déport de l'épargne salariale contribue à modérer l'accroissement de la masse salariale.....	137
A)	Les augmentations salariales, déterminant stratégique de l'évolution de la masse salariale.....	137
B)	Les facteurs d'accroissement de la masse salariale : les effets de « masse » et de « report »	138
C)	L'effet déport des primes d'épargne salariale	140
1.2.5 -	L'épargne salariale se substitue aux augmentations de salaire	142
SECTION 2 - UNE GESTION DES FLUX D'EPARGNE SALARIALE FAVORABLE A LA CREATION DE VALEUR ACTIONNARIALE		145
<i>Sous-section 2.1 - Un source d'amélioration de la trésorerie</i>		<i>146</i>
2.1.1 -	Les déterminants de la situation de trésorerie	146
2.1.2 -	L'épargne salariale : une rémunération différée facteur de réduction du BFR....	148
2.1.3 -	La gestion de trésorerie source de création de valeur pour l'actionnaire.....	150
<i>Sous-section 2.2 - Une source de financement avantageuse.....</i>		<i>153</i>
2.2.1 -	orienter les liquidités de l'épargne salariale vers le financement de l'entreprise	153
A)	Les Comptes courants bloqués	155
B)	Les augmentations de capital réservées aux salariés.....	156
2.2.2 -	L'actionnariat salarié : une source de financement avantageuse pour l'entreprise	157
A)	Les ESOP: une source de financement pour les entreprises Etats-Uniennes ..	157
B)	En France, Les augmentations de capital réservées aux salariés permettent de baisser le coût du capital	158
C)	L'actionnariat salarié est plus avantageux qu'une augmentation de capital en numéraire	159
D)	... Et qu'une augmentation de capital par incorporation des bénéfices	160
E)	L'intérêt des plans d'actionnariat à effet levier.....	161
2.2.3 -	Une rémunération flexible source de réduction du coût des fonds propres	162

2.2.4 - Epargne salariale, une source de financement pour les entreprises risquées ou en difficulté	164
A) Faire face au rationnement du financement	164
B) Une solution au risque de défaillance	165
2.2.5 - Un mode de financement pas forcément favorable aux actionnaires	166
A) Le financement par l'épargne salariale garantie d'une gouvernance favorable aux actionnaires.....	166
B) Le risque pour les actionnaires : enracinement et dilution.....	168
(a) La dilution de la richesse des actionnaires	168
(b) L'enracinement du dirigeant	169

SECONDE PARTIE : LES FLUX D'EPARGNE SALARIALE MIS AU SERVICE DE LA CREATION DE VALEUR ACTIONNARIALE ET DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS.....172

CHAPITRE III - LES LIQUIDITES PLUTOT QUE LE FINANCEMENT : LES FLUX D'EPARGNE SALARIALE MIS AU SERVICE DE LA CREATION DE VALEUR POUR L'ACTIONNAIRE175

SECTION 1 - UNE REMUNERATION DIFFEREE, UNE SOURCE POTENTIELLE D'AMELIORATION DE LA TRESORERIE : ANALYSE STATISTIQUE D'UN ECHANTILLON D'ENTREPRISES INDUSTRIELLES FRANÇAISES.....	176
--	-----

Sous-section 1.1 - Des dispositifs d'épargne salariale théoriquement source d'amélioration de la trésorerie

1.1.1 - L'intéressement : une rémunération différée particulièrement flexible.....	177
A) Une prime qui ne dégrade pas le BFR.....	177
B) ... Et peut contribuer à renforcer le FR.....	179
1.1.2 - La participation : une rémunération différée obligatoire	179
A) La participation ne dégrade pas le BFR... ..	180
B) Une source de renforcement du FR.....	180
1.1.3 - L'épargne collective d'entreprise (PEE et OPCVM) : une incitation aux placements différés.....	181
1.1.4 - L'actionnariat salarié : un moyen de préserver la trésorerie et de renforcer les fonds propres	183
A) L'augmentation de capital réservée, source d'accroissement du FR sans accroissement du BFR.....	184
B) L'actionnariat par achat d'actions : un effet neutre pour le BFR.....	184
C) Les Plans d'option sur action : le moins avantageux des dispositifs d'épargne salariale pour la trésorerie de l'entreprise	185
1.1.5 - Effets sur la trésorerie des différents dispositifs d'épargne salariale.....	188

Sous-section 1.2 - L'intéressement et la participation facteur d'amélioration de la trésorerie : le cas d'un échantillon d'entreprises industrielles françaises (2000 – 2002). 190

1.2.1 - L'échantillon : Les données individuelles d'enquêtes de la statistique publique.	191
1.2.2 - Intérêt et limites des informations fournies par les enquêtes PIPA et STI	192
A) Les limites relatives aux variables de trésorerie.....	192
B) Les spécificités du secteur industriel.....	193
C) Les limites des variables relatives à l'épargne salariale.....	193
1.2.3 - La constitution de l'échantillon	194
1.2.4 - La représentativité de l'échantillon.....	195
1.2.5 - L'étude statistique descriptive : l'analyse des correspondances multiples	196
1.2.6 - Les variables retenues pour l'ACM	198
A) Variables relatives à l'épargne salariale.....	198

B)	Variables relatives à la situation de trésorerie.....	200
C)	Variables relatives aux résultats d'exploitation et à la taille des entreprises ..	200
1.2.7 -	Procédures et résultats de l'ACM	201
A)	Contributions des variables aux axes factoriels	202
B)	Lecture des résultats graphiques	204
1.2.8 -	Une association statistique entre situation de trésorerie et la distribution d'intéressement et/ou de participation.....	206
A)	Un impact équivoque de l'intéressement et de la participation	207
B)	Des résultats à replacer dans le contexte conjoncturel	209
1.2.9 -	...mais pas de l'actionnariat salarié.	212
SECTION 2 - LE FINANCEMENT DE L'ENTREPRISE PAR L'ACTIONNARIAT SALARIE, FREINE PAR LA VALEUR ACTIONNAIRE.		213
<i>Sous-section 2.1 - L'actionnariat salarié ne contribue pas au financement des entreprises</i> <i>214</i>		
2.1.1 -	La prédominance apparente du financement par émission d'actions	214
2.1.2 -	L'épargne salariale est majoritairement investie dans les titres de l'entreprise... ..	216
2.1.3 -	L'importance des augmentations de capital réservées aux salariés... ..	218
2.1.4 -	...Remise en cause par les rachats et annulation d'actions et les dividendes versés	220
A)	Les rachats d'actions	221
B)	Le versement de dividendes	221
C)	Les annulations d'actions	223
<i>Sous-section 2.2 - L'actionnariat salarié est soumis à la logique actionnariale d'économie de fonds propres 225</i>		
2.2.1 -	La valeur actionnariale privilégie la réduction des fonds propres	225
2.2.2 -	Les normes comptables internationales : une « comptabilité d'actionnaire » défavorable à la souscription d'actions par les salariés.....	227
2.2.3 -	Des politiques publiques contradictoires... ..	230
A)	Privilégier le pouvoir d'achat plutôt que l'investissement dans l'entreprise ..	230
B)	Privilégier l'actionnariat salarié sans augmentation de capital	231
C)	Privilégier la sécurité des épargnants salariés plutôt que l'investissement en fond propres.....	232
2.2.4 -	Les limites de l'épargne salariale comme source d'investissement productif.....	234
CHAPITRE IV - LES FONDS D'EPARGNE SALARIALE, INSTRUMENT DE CONTROLE DU CAPITAL AU SERVICE DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS 238		
SECTION 1 - ORIENTER L'EPARGNE SALARIALE VERS L'ACTIONNARIAT SALARIE : UNE FORME DE CONTROLE DU CAPITAL AU SERVICE DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS.....		239
<i>Sous-section 1.1 - L'épargne salariale au service du contrôle du capital... par les dirigeants. 240</i>		
1.1.1 -	Les prises de contrôle : principale arme aux mains des actionnaires	240
1.1.2 -	Enracinement des dirigeants et dispositifs anti-OPA	243
1.1.3 -	L'instrumentalisation de l'actionnariat salarié comme arme anti-OPA.	244
1.1.4 -	L'actionnariat salarié : un détournement des free cash flow au profit des dirigeants ?	246
1.1.5 -	Une forme d'autocontrôle de la société et du groupe de sociétés.....	247
1.1.6 -	Protection contre les OPA et « patriotisme économique »	249
A)	Le poids des investisseurs étrangers.....	250
B)	L'épargne salariale comme instrument du « patriotisme économique » ?	251

<i>Sous-section 1.2 - Des salariés largement exclus du contrôle de l'épargne salariale (une épargne patronale ?)</i>	253
1.2.1 - La direction de l'entreprise a la faculté d'orienter l'épargne salariale	253
A) Une épargne bloquée indisponible pour les salariés	253
B) Une offre de placement décidée par la direction	254
C) La politique d'abondement et de décote utilisée comme une incitation à l'actionnariat salarié	255
1.2.2 - La direction contrôle les droits de vote attachés à l'actionnariat salarié	256
A) Les FCPE d'actionnariat salarié	256
B) Les FCPE diversifiés	258
C) Les SICAVAS	258
1.2.3 - La direction de l'entreprise garde le contrôle des fonds d'épargne salariale.....	259
1.2.4 - Le pouvoir limité des actionnaires salariés en matière de gouvernance.....	260
<i>Sous-section 1.3 - L'actionnariat salarié ne s'oppose pas à la création de valeur pour l'actionnaire</i> 263	
1.3.1 - La réaction des investisseurs est liée au contexte de mise en place de l'actionnariat salarié	263
1.3.2 - L'importance de la structure du capital	265
1.3.3 - L'actionnariat salarié peut accroître la richesse des actionnaires	266
SECTION 2 - SE PROTEGER DES OPA SANS NUIRE A LA CREATION DE VALEUR : LE CAS DE DEUX GROUPES FRANÇAIS.	269
<i>Sous-section 2.1 - La Société Générale : une épargne salariale clairement orientée vers le contrôle du capital</i> 271	
2.1.1 - Le Groupe Société Générale : une épargne salariale massivement orientée vers les augmentations de capital	272
A) Une politique salariale qui privilégie l'intéressement et l'abondement	272
B) L'abondement, pierre angulaire de la politique d'épargne salariale du groupe 274	
C) Un abondement incitant à l'actionnariat salarié	276
D) Les augmentations de capital réservées aux salariés.....	279
2.1.2 - L'extension des plans d'épargne permet d'étendre l'actionnariat salarié aux salariés des filiales et de l'étranger	281
A) Des dispositifs d'épargne d'entreprise diversifiés mais orientés vers les titres de l'entreprise.....	282
B) Des plans d'épargne étendus aux filiales françaises... ..	283
C) ...et étrangères.....	285
2.1.3 - Une part non négligeable des rémunérations des salariés refluent vers le capital.....	287
2.1.4 - L'actionnariat salarié, une arme anti-OPA	288
A) Depuis la privatisation, les salariés sont les premiers actionnaires d'un groupe.....	288
B) ... au capital dispersé	288
C) Les tentatives d'OPA repoussées grâce à l'actionnariat salarié	290
D) Un actionnariat salarié qui ne remet pas en cause la valeur actionnariale	291
<i>Sous-section 2.2 - Le groupe Casino : de l'actionnariat salarié défensif à la rémunération financière</i> 294	
2.2.1 - Une longue tradition d'intéressement et de participation aux résultats	294
A) Un développement de la participation accentué à partir des années deux mille 295	
B) Un intéressement assis sur les résultats du groupe et sur les performances locales 297	

C) Un développement du partage des profits dans les filiales étrangères	299
D) Une volonté de développer la participation et l'intéressement comme composante permanente de la rémunération	300
2.2.2 - D'une logique d'actionnariat salarié à une logique de salarié épargnant	302
A) Une développement de l'actionnariat salarié à l'époque de l'actionnariat familial	302
B) La prise de contrôle du groupe Rallye : de l'actionnariat salarié au salarié épargnant.	303
C) Le plan d'actionnariat salarié de 2005 : un dispositif financiers plus qu'un support d'actionnariat salarié	305
2.2.3 - Depuis que le capital est contrôlé, l'actionnariat salarié n'est plus une priorité.	307
A) La part du capital détenue par les salariés reste modeste	308
B) La faiblesse du contrôle familial avait amené à développer l'actionnariat des salariés	309
C) Un capital désormais contrôlé qui rend inutile l'actionnariat salarié	311
2.2.4 - Malgré le contrôle du capital, la création de valeur pour l'actionnaire reste une priorité	312
CONCLUSION GENERALE	317
BIBLIOGRAPHIE	323
ANNEXES.....	345
ANNEXE 1 : REPRESENTATIVITE DES ECHANTILLONS ISSUS DES ENQUETES PIPA ET STI	346
ANNEXE 2 : RESULTATS ANALYSE DES CORRESPONDANCES MULTIPLES.....	349
ANNEXE 3 : SOCIETE GENERALE - ACCORDS DE PARTICIPATION EN VIGUEUR DE 2002 A 2005	367
ANNEXE 4 : SOCIETE GENERALE – ACCORD DE PARTICIPATION EN VIGUEUR DE 2005 A 2007.	375
ANNEXE 5 : SOCIETE GENERALE – ACCORD D'INTERESSEMENT EN VIGUEUR DE 200 A 2004	384
ANNEXE 6 : SOCIETE GENERALE – ACCORD D'INTERESSEMENT EN VIGUEUR DE 2005 A 2007	394
ANNEXE 7 : SOCIETE GENERALE – REGLEMENT DU PLAN D'EPARGNE ENTREPRISE EN VIGUEUR DE 1996 A 2005	402
ANNEXE 8 : SOCIETE GENERALE – REGLEMENT DU PLAN D'EPARGNE ENTREPRISE EN VIGUEUR DE 2002 A 2005	410
ANNEXE 9 : SOCIETE GENERALE - REGLEMENT DU PLAN D'EPARGNE ENTREPRISE EN VIGUEUR DE 2005 A 2007	418
ANNEXE 10 : CASINO – ACCORD DE PARTICIPATION DU 16 MARS 1998.....	429
ANNEXE 11 : CASINO – ACCORD D'INTERESSEMENT DU 1 ^{ER} DECEMBRE 2000.....	447
ANNEXE 12 : CASINO – REGLEMENT DU PLAN D'EPARGNE ENTREPRISE DU 16 MARS 1998..	461
TABLE DES FIGURES.....	467
TABLE DES TABLEAUX	468
TABLE DES GRAPHIQUES.....	469
TABLE DES MATIERES	470

Résumé

L'épargne Salariale en France : une rémunération des salariés au service de la création de valeur actionnariale

Cette thèse analyse le développement de l'épargne salariale sous l'angle de sa contribution à la réalisation des objectifs de création de valeur pour l'actionnaire par les entreprises. Si de nombreux travaux de recherche ont analysé les dispositifs de partage de profits ou d'actionnariat salarié comme des mécanismes d'incitation nous proposons ici une approche alternative considérant l'épargne salariale comme un mécanisme de redistribution qui contribue à limiter l'accroissement de la masse salariale (statut fiscal et social, effet déport) et à améliorer la gestion des liquidités. Les dispositifs d'épargne salariale peuvent avoir un impact favorable sur la situation de trésorerie en limitant l'accroissement du Besoin en Fonds de Roulement, et, dans le cas de l'actionnariat salarié par augmentation de capital, en accroissant le Fonds de Roulement. L'analyse factorielle des correspondances d'un échantillon d'entreprises issu de deux enquêtes de la DARES et de l'INSEE montre qu'il existe une association statistique entre la distribution de primes d'intéressement et de participation et une situation de trésorerie favorable, même si le sens de relation reste à éclaircir. En revanche, l'actionnariat des salariés ne semble avoir aucun impact sur la situation financière de l'entreprise, d'une part, parce que la création de valeur actionnariale impose plutôt une gestion restrictive des capitaux propres et, d'autre part, parce que l'actionnariat salarié est surtout développé afin de se protéger des prises de contrôle hostiles dans le cadre de stratégies d'enracinement des dirigeants comme le montre l'étude des groupes Société Générale et Casino.

Mots clefs : Epargne salariale, partage des profits, actionnariat des salariés, incitations, redistribution, valeur actionnariale, enracinement managérial, situation de trésorerie.

Abstract

Employees Financial Participation in France : paying workers to increase shareholder value creation

The thesis aims to analyze the development of employee financial participation from the angle of its contribution to the realization of shareholders value creation by firms. If much research has analyzed profit sharing and employee stock ownership as incentives, we propose an alternative approach that considers financial participation as a mechanism of redistribution which contributes to limit the growth of wage bill and improve the control of cash flow. In fact, financial participation schemes could be favorable for statements of finances because they reduce the need for working capital, and in the case of employee ownership with increase of capital, it could raise working capital. The correspondence analysis of a sample of firms from two DARES and INSEE databases shows there is a statistical association between the payment of profit sharing bonuses and favorable statements of finances, even if this relationship needs further investigation. However, employee ownership plans seem to have no effect on financial statement, on the one hand because shareholder value creation imposes a restrictive management of capital stock and, on the other hand because employee ownership is mostly used as a hostile takeover defense so as to favour management entrenchment as shown by the studies of the groups Société Générale and Casino.

Key words : Employee financial participation, profit-sharing plans, employee stock ownership plans, incentives, redistribution, shareholder value, management entrenchment, financial statement.